

# AS DISPUTAS NOS CONTRATOS DE M&A

---

- Os Bastidores Secretos das Disputas de M&A
- Desvendando as Cláusulas Contratuais por Meio das Disputas de M&A
- Repercussões do COVID-19 nos Contratos de M&A
- Earn-Out nas Operações de Fusões e Aquisições
- Sandbagging Clauses nas Operações de Fusões e Aquisições
- Investimento de Fundos de Private Equity em Empresas Familiares

## ARBITRAGEM EM M&A

## SUMÁRIO

---

Os Bastidores Secretos das Disputas de M&A.....	2
Desvendando as Cláusulas Contratuais por Meio das Disputas de M&A: A Hora e a Vez da Famosa Cláusula de <i>Ordinary Course of Business</i> .....	5
Repercussões do COVID-19 nos Contratos de M&A: As Disputas que estão por vir.....	11
<i>Earn-Out</i> nas Operações de Fusões e Aquisições (M&A).....	20
<i>Sandbagging Clauses</i> nas Operações de Fusões e Aquisições (M&A).....	41
Investimento de Fundos de <i>Private Equity</i> em Empresas Familiares.....	50

## Os Bastidores Secretos das Disputas de M&A

### Prática de M&A no Brasil seria fortalecida com um sistema de divulgação das decisões arbitrais

Por Daniel Kalansky | Artigo Publicado no JOTA, em 05.03.2020

Sob o sigilo da arbitragem as disputas nos contratos de fusões e aquisições não chegam ao conhecimento do público, criando um cenário de incerteza jurídica para aqueles que celebram esse tipo de contrato. No final do ano passado [2019], o IBRADEMP – Instituto Brasileiro de Direito Empresarial, em comemoração a seus 15 anos de existência, realizou o Congresso Brasileiro em Disputas de M&A. O evento reuniu acadêmicos renomados e os maiores profissionais, brasileiros e estrangeiros, para partilhar experiência e discutir as nuances dos conflitos das operações de M&A.

O tema do evento foi escolhido a dedo, pois disputas em contratos de M&A envolvem longos e complexos contratos, vultuosos valores e o funcionamento de empresas inteiras. São questões sensíveis que pedem agilidade, sigilo e sofisticação. Essas disputas são normalmente resolvidas em arbitragem, que é o método que reúne as características ideais para esse tipo de litígio: agilidade, especialização dos julgadores e confidencialidade.

Durante as discussões no evento, ficou clara a importância da arbitragem para o direito empresarial brasileiro e, também, qual é o atual desafio que o método tem que superar para continuar a evoluir: é preciso criar *previsibilidade*.

A publicação das decisões judiciais instrui os sujeitos submetidos à sua jurisdição. Assim, conhecendo o entendimento jurisprudencial acerca de determinada matéria ou norma, os jurisdicionados possuem maior segurança no exercício da sua atividade. A jurisprudência permite que os se entenda o modo mais seguro de agir e o que esperar do futuro.

A iniciativa de publicação de entendimentos, ementas ou mesmo sentenças arbitrais proporcionará mais previsibilidade ao processo arbitral. Será mais um recurso para os operadores, e que potencializaria a

agilidade e sofisticação características do método, além de possibilitar o refinamento da redação dos contratos.

Essa conclusão se mostrou ainda mais incontestável a partir da troca de experiências proporcionada pelo Congresso Brasileiro em Disputas de M&A. Ainda que esse debate não venha para solucionar o problema de falta de jurisprudência arbitral, certamente contribuiu para difundir as experiências vividas por aqueles que puderam participar de arbitragens que envolveram controvérsias relacionadas a contratos de M&A.

Um dos pontos debatidos foi a ruptura das negociações antes da celebração do contrato de compra e venda. Como se sabe, nem toda negociação leva a assinatura de um contrato, e daí surge a disputa: o vendedor, que tomou várias providências para atender às exigências do comprador, alega a existência de responsabilidade pré-contratual, violação da boa-fé e perda de uma chance, pelo rompimento das negociações. Até que ponto o comprador pode ter responsabilidade por assinar um memorando de entendimentos que expressamente dispõe seu caráter não vinculante?

Outro tema foi a conhecida Cláusula MAC (*Material Adverse Change*). Suponha que você é o advogado que representa o comprador. Realizou *due diligence* detalhada e está confiante de que o contrato final é o melhor possível. Contudo, só para ter segurança, você adiciona uma Cláusula MAC, que basicamente estipula que seu cliente possa desistir da operação caso constate fato que produza um efeito adverso relevante. Antes do fechamento, o comprador percebe que a empresa alvo começou a falhar em desempenho, ou que a companhia não era o que tinha antecipado. Até que ponto o comprador, depois de ter assinado o contrato, deve ser obrigado a fechar o negócio? E se houver uma queda de faturamento expressiva? E se descobrir algum ato de corrupção?

O terceiro assunto foi a Cláusula de *Earn-out*. Como se sabe, é possível estipular no contrato que uma parte do preço será variável segundo uma métrica acordada para que o vendedor possa participar do crescimento da companhia que criou. Entretanto, há casos em que o comprador pode tomar decisões que impactem negativamente os resultados da companhia adquirida no período de apuração do *Earn-out*. Há nos contratos uma obrigação implícita de boa-fé e de lealdade a ser cumprida por parte dos compradores para que o *earn-out* seja atingido?

O quarto tópico foi um fenômeno apelidado de *Sandbagging*. Nos contratos de M&A, é de se supor que o vendedor sabe mais sobre a companhia alvo que o comprador, embora o contrário também seja possível. É comum estabelecer uma cláusula que proteja o vendedor de pedidos de indenização do comprador

após a realização de auditorias. O que ocorre se o comprador sabe que uma determinada declaração prestada pelo vendedor é falsa e, mesmo assim, resolve realizar o fechamento da operação? O comprador pode buscar indenização? Como fica a questão da boa-fé?

As discussões também giraram em torno das cláusulas que estipulam a indenização como remédio exclusivo do contrato. É possível estabelecer uma cláusula prevendo que a indenização até um certo valor será o único remédio disponível para o comprador? Caso o comprador descubra que a empresa esteve envolvida em corrupção ou tenha descoberto que as informações fornecidas estavam alteradas, pode pedir anulação do negócio ao invés de buscar apenas indenização?

São perguntas intrigantes, que puderam ser debatidas em profundidade no Congresso de Disputa em M&A. Chegou-se à conclusão de que a prática de M&A no Brasil seria fortalecida com um sistema de divulgação das decisões arbitrais, que permitisse o estudo mais aprofundado dos problemas acima. E, enquanto ainda estamos evoluindo para chegar a este objetivo, essas discussões poderão ser travadas no IBRADEMP, um espaço neutro e convidativo necessário para debater temas como este.

## Desvendando as Cláusulas Contratuais por Meio das Disputas de M&A: A Hora e a Vez da Famosa Cláusula de *Ordinary Course of Business*

Por Daniel Kalansky e Ivan Iegoroff de Mattos | Publicado no Migalhas em 27.01.2021

É comum que o comprador busque estabelecer ao vendedor a obrigação de manter, até a data do *closing*, o curso normal dos negócios da companhia alvo.

Confirmando nossa previsão<sup>1</sup>, as disputas nos contratos de M&A continuam a gerar debates sobre temas interessantes, trazendo à luz cláusulas que, apesar de amplamente utilizadas, tinham sido objeto de pouca ou nenhuma discussão até então.

O tema da vez é a tão conhecida cláusula de *ordinary course of business*. Nos contratos de M&A em que o fechamento da operação (*closing*) é diferido com relação à data de assinatura do contrato de compra e venda de participação societária (*signing*), é comum que o comprador busque estabelecer ao vendedor a obrigação de manter, até a data do *closing*, o curso normal dos negócios da companhia alvo. Caso o vendedor venha a inadimplir referida obrigação (provocando alteração no curso normal dos negócios da companhia alvo), o comprador não estará obrigado a realizar o fechamento da operação. Em síntese, essa é a cláusula de *ordinary course of business*, que se trata de uma proteção para que o comprador receba aquilo que efetivamente comprou.

Referida cláusula foi objeto de recentíssima discussão no âmbito do Tribunal de Delaware, quando do julgamento do Caso AB Stables v. MAPS Hotels<sup>2</sup>. A disputa envolvia uma aquisição, pela MAPS Hotels and Resorts One LLC (compradora), da Strategic Hotels & Resorts LLC e suas subsidiárias (companhia), controlada pela AB Stables VIII LLC (vendedora), no valor de US\$ 5,8 bilhões. A companhia era uma rede de hotéis de luxo com 15 unidades espalhadas pelos Estados Unidos.

Entre a assinatura do contrato (10.09.19) e o fechamento (previsto para 17.04.20), a vendedora assumiu a obrigação de manter o curso normal dos negócios da companhia:

---

<sup>1</sup> KALANSKY, Daniel; MATTOS, Ivan Iegoroff de. “Repercussões da COVID-19 nos contratos de M&A: as disputas que estão por vir”. In. “Impactos jurídicos e econômicos da COVID-19”. Coord. Modesto Carvalhosa e Fernando Kuyven. 1ª ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2020. P. 191.

<sup>2</sup> AB Stables VIII LLC v. MAPS Hotels and Resorts One LLC, Mirae Asset Capital Co., Ltd., Mirae Asset Daewoo Co. Ltd., Mirae Asset Global Investments, Co. Ltd., e Mirae Asset Life Insurance Co., Ltd. (C.A. No. 2020-0310-JTL, Nov. 30, 2020).

Except as otherwise contemplated by this Agreement or as set forth in Section 5.1 of the Disclosure Schedules, between the date of this Agreement and the Closing Date, unless the Buyer shall otherwise provide its prior written consent **(which consent shall not be unreasonably withheld, conditioned or delayed)**, the business of the Company and its **Subsidiaries shall be conducted only in the ordinary course of business consistent with past practice in all material respects, including using commercially reasonable efforts to maintain commercially reasonable levels** of Supplies, F&B, Retail Inventory, Liquor Assets and FF&E consistent with past practice, and in accordance with the Company Management Agreements. (Section 5.1 do SPA, destaque nosso)

Ocorre que, no início de abril de 2020, a vendedora adotou algumas estratégias nos hotéis, com vistas a mitigar os efeitos da pandemia de covid-19, dentre as quais:

- Fechamento completo de um dos 15 hotéis;
- Antecipação de fechamento de um dos hotéis sazonais;
- Redução da operação dos 13 outros hotéis, incluindo redução de equipe e fechamento de diversos restaurantes; e
- Suspensão de todos os gastos financeiros não essenciais (como por exemplo, restrições ou fechamento de restaurantes, academias, áreas comuns, etc.).

A compradora, que não foi notificada previamente, recusou-se a realizar o fechamento da operação, alegando que as estratégias adotadas pela vendedora configuravam uma alteração com relação ao curso normal dos negócios da companhia, na medida em que não eram consistentes com as práticas passadas, nem decorriam de imposição governamental. Naquele momento, é importante mencionar, ainda não existia imposição das autoridades governamentais sobre o fechamento obrigatório dos hotéis.

Adicionalmente, a compradora alegou que o Contrato possuía uma Cláusula MAC<sup>3</sup> que não excepcionava os efeitos da pandemia, inexistindo, portanto, a obrigação de fechamento, uma vez que teria ocorrido, entre a assinatura e fechamento, um efeito adverso relevante. Vejamos a exceção que o contrato

---

<sup>3</sup> Vide também KALANSKY, Daniel; MATTOS, Ivan Iegoroff de. “Repercussões da COVID-19 nos contratos de M&A: as disputas que estão por vir”. In. “Impactos jurídicos e econômicos da COVID-19”. Coord. Modesto Carvalhosa e Fernando Kuyven. 1ª ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2020. P. 191

estabelecia como eventos que não seriam considerados para serem caracterizados como um efeito adverso relevante:

“Material Adverse Effect” means any event, change, occurrence, fact or effect that would have a material adverse effect on the business, financial condition, or results of operations of the Company and its Subsidiaries, taken as a whole, other than any event, change, occurrence or effect arising out of, attributable to or resulting from (i) general changes or developments in any of the industries in which the Company or its Subsidiaries operate, (ii) changes in regional, national or international political conditions (including any outbreak or escalation of hostilities, any acts of war or terrorism or any other national or international calamity, crisis or emergency) or in general economic, business, regulatory, political or market conditions or in national or international financial markets, **(iii) natural disasters or calamities**, (...), (v) changes in any applicable Laws or applicable accounting regulations or principles or interpretations thereof, (...). (destaque nosso)

Embora o contrato estabelecesse que *natural disasters or calamities* não seriam eventos considerados como um efeito adverso relevante, a compradora alegou que o covid-19 não estaria no conceito de *natural disasters or calamities*. A compradora argumentou que o termo “calamidade” tem relação com o significado de “desastres naturais”, invocando o cânone de “noscitur a sociis”, que indica que o significado de um termo é dado por referência às palavras a ele associadas (“*associated words canon*”), de modo que uma palavra ambígua pode ter o seu significado construído pelas demais palavras em lista. A compradora afirmou que, como a palavra “calamidade” estava associada ao termo “desastres naturais”, deveria ser lida como referindo-se a fenômenos que possuem características semelhantes a desastres naturais.

Ante a recusa da compradora em realizar o fechamento da operação, a vendedora ingressou com uma medida judicial para obrigar a compradora a realizar a aquisição, argumentando, em síntese, que (I) as estratégias adotadas não configurariam alteração em relação ao curso normal dos negócios da companhia, uma vez que eram medidas para fazer frente a fatores externos e fora do controle das partes; e (II) a Cláusula MAC expressamente excluiu, por diversos fatores, os efeitos de uma pandemia.

Frente à controvérsia, é importante refletir sobre as seguintes questões:



**I. As medidas adotadas pela vendedora podem ser consideradas como uma alteração no curso normal dos negócios apta a justificar a recusa do Comprador em proceder ao fechamento?**

**II. Considerando-se que as Cláusulas MAC comumente excepcionam calamidades e desastres naturais, a covid-19 estaria enquadrada nessa exceção?**

Para não atiçar ainda mais a curiosidade do leitor, no Caso AB Stables v. MAPS Hotels, o Tribunal de Delaware entendeu que:

- Com relação à Cláusula MAC, apesar de as exceções previstas no contrato não fazerem referência expressa a “pandemia”, estaria abarcada no conceito de “calamidade”. As partes, portanto, teriam excepcionado os efeitos da pandemia na Cláusula MAC; e
- Com relação à cláusula de *ordinary course of business*, as estratégias implementadas deveriam ter sido objeto de consulta e anuência prévia à compradora, além de configurarem alteração no curso normal dos negócios da companhia. A vendedora violou, portanto, a cláusula de *ordinary course of business*, e a compradora não estaria obrigada a realizar o fechamento da operação.

No que toca à Cláusula MAC, entendemos que o Tribunal de Delaware caminhou acertadamente no sentido de entender que as partes excepcionaram os efeitos provenientes de uma pandemia do conceito de efeito adverso relevante, de forma que a compradora não poderia se valer da Cláusula MAC para se recusar a realizar o fechamento da operação.

O conceito de “desastres naturais” está relacionado a eventos como furacões, tempestades, terremotos, etc., mas o conceito de “calamidade” engloba outros eventos fora do controle das partes, e que cause impacto negativo de grandes proporções, como é o caso da pandemia.

Trazendo essa discussão especificamente para o direito brasileiro, é importante ressaltar que o decreto legislativo 6, de 20.03.19, reconheceu “a ocorrência de estado de calamidade pública” em razão da pandemia de covid-19.

Ao se concluir que as partes excluíram expressamente a pandemia do conceito de efeito adverso relevante, as conclusões com relação à cláusula de *ordinary course of business* também ganhariam novos

contornos. Ora, se as partes pactuaram que a ocorrência de uma pandemia não deveria ser entendida como um efeito adverso relevante, para fins de desobrigar a compradora de realizar o fechamento da operação, por que as medidas adotadas em decorrência da pandemia deveriam ser entendidas como uma alteração no curso normal dos negócios, resultando na ausência de obrigação da compradora em realizar o fechamento da operação?

É justamente nesse aspecto que discordamos da decisão do Tribunal de Delaware no **Caso AB Stables v. MAPS Hotels**. Entendemos que não houve violação à cláusula de *ordinary course of business*, porque as estratégias adotadas pela vendedora não tiveram o condão de alterar o curso normal dos negócios da companhia, mas sim de adaptá-lo às novas circunstâncias provenientes da pandemia de covid-19. Em outras palavras, a vendedora foi o mais consistente possível com as práticas passadas, com o objetivo de preservá-las ante as novas circunstâncias que a Companhia passou a enfrentar.

Não se pode comparar as estratégias adotadas naquele momento com as práticas passadas da companhia, uma vez que as conjunturas eram completamente distintas nesses dois momentos. Como em uma equação matemática, se o objetivo é alcançar um resultado pré-estabelecido, a mudança de uma de suas variantes provocará, necessariamente, a mudança das demais.

Voltando ao Caso AB Stables v. MAPS Hotels, esperar que todos os 15 hotéis da companhia estivessem operando, em um cenário de pandemia sem precedentes na história recente, da mesma forma que operara em 2019 ou nos anos anteriores, contrariaria o espírito da cláusula de *ordinary course of business*. A existência de condições extraordinárias exigia que fossem adotadas medidas igualmente extraordinárias.

Independentemente de inexistir determinação legal ou governamental com relação ao fechamento total ou parcial de hotéis naquela data, havia uma alteração substancial da demanda dos serviços oferecidos, bem como uma responsabilidade da vendedora e da companhia com relação aos aspectos sociais e de saúde. Trata-se, inclusive, de tema atinente ao ESG tão em voga nos tempos atuais.

A cláusula de *ordinary course of business* tem como objetivo evitar uma alteração ativa praticada pela vendedora, mas não uma alteração passiva. Para as alterações passivas, temos a Cláusula MAC, que, como visto, foi excepcionada no contrato para casos de pandemia. No Caso AB Stables v. MAPS Hotels, os atos praticados pela vendedora tiveram como objetivo resguardar a saúde de empregados, colaboradores e clientes, assim como adaptar o curso normal dos negócios da companhia ao “novo normal”.

Temos um esclarecimento a fazer. A vendedora não buscou o consentimento da compradora antes de tomar tais ações. A rigor, se a vendedora tivesse feito tal pedido, o consentimento da compradora não poderia ser injustificadamente retido, condicionado ou atrasado. Não está claro se o tribunal teria dado mais peso para alguns dos argumentos da vendedora se ela tivesse feito um esforço de boa-fé para buscar o consentimento da compradora antes de tomar qualquer uma das ações extraordinárias realizadas.

Certamente o cumprimento de um requisito de notificação não é mera formalidade. Na verdade, tal notificação fornece ao comprador a oportunidade de solicitar mais informações, condicionar seu consentimento e plano de operações pós-fechamento à luz das ações propostas. Mas será que, nessa situação, a compradora não buscaria argumentos ou subterfúgios para não fechar a operação? Não seria fácil justificar, utilizando os mesmos argumentos apresentados posteriormente (ainda não havia imposição da autoridade governamental obrigando o fechamento dos hotéis)? Será que a solicitação de consentimento não daria justamente uma possibilidade de saída para a compradora? É nessas horas que ter um mediador poderia ter dado uma solução diferente para o caso.

## Repercussões do Covid-19 nos Contratos de M&A: As Disputas que estão por vir

Por Daniel Kalansky e Ivan Iegoroff de Mattos | Publicado na obra “Impactos Jurídicos e Econômicos da COVID-19”, coordenada por Modesto Carvalhosa e Fernando Kuyven, publicado pela Editora Revista dos Tribunais, em 2020.

**1. O comprador pode não fechar a aquisição de uma determinada companhia no Brasil sob o pretexto do COVID-19?; a. Cláusula MAC prevista; b. MAC clause com excludente; c. Ausência de MAC Clause; 2. É possível renegociar a cláusula de *earn-out* nos contratos de M&A?; 3. Conclusão.**

O presente artigo traz duas reflexões que certamente acontecerão nas disputas dos contratos de M&A. A primeira delas, sob a ótica do comprador, no sentido de este poder se isentar de adquirir uma determinada companhia após a assinatura do contrato e a segunda, sob o aspecto do vendedor, se seria possível renegociar a cláusula de *earn-out* para manter o equilíbrio contratual que foi acordado quando da celebração do contrato.

### **1. O comprador pode não fechar a aquisição de uma determinada companhia no Brasil sob o pretexto do COVID-19?**

Esse é um questionamento bastante frequente ao analisar os impactos da COVID-19, principalmente em relação aos casos em que o comprador já assinou um contrato de compra e venda, mas sem que a operação tenha sido fechada, em especial por causa do período necessário para cumprimento de condições precedentes. Como se sabe, por meio de uma cláusula MAC (*Material Adverse Change*) é possível dividir os riscos da operação entre as partes, cada uma assumindo os que são compatíveis com sua posição. Normalmente, o comprador assume os riscos exógenos, como oscilações econômicas e políticas. Já o vendedor assume os endógenos, como falhas internas ou performance da companhia alvo.

Para nossa reflexão, trazemos à discussão três hipóteses. Na primeira, o contrato previa a MAC clause; na segunda, o contrato previa a MAC clause com excludentes; e, na terceira, o contrato era omissivo quanto à

hipótese de ocorrência de um efeito adverso relevante entre a assinatura e o fechamento do negócio. Vamos refletir sobre cada uma delas.

#### **a. Cláusula MAC prevista**

No primeiro cenário teríamos redações similares à seguinte: “MAC significa um efeito adverso relevante nos negócios, resultado das operações, ativos, passivos da companhia”.

É ônus da parte que alega a ocorrência de um evento apontar seus efeitos, demonstrar que são materiais e duradouros e que o impacto sofrido não pode ser atribuído a nenhum dos riscos assumidos de forma razoável.

Para se ter uma ideia, no caso *WPP vs. Tempus Group*, julgado 6 de novembro de 2001, na Inglaterra, não se considerou que os ataques terroristas de 11 de setembro de 2001 constituíram uma MAC clause. Segundo o *Takeover Panel*, a compradora (WPP) precisaria demonstrar de que forma, exatamente, o 11 de setembro inviabilizou a continuidade da companhia alvo (Tempus) e que a queda no faturamento não foi causada por falhas anteriores já conhecidas.

Mas pode ser que um tribunal, arbitral ou judicial, reconheça que houve um *material adverse effect* caso a companhia desmorone. Foi o que aconteceu no único caso em que a MAC clause foi reconhecida na jurisprudência americana — e o episódio não envolveu terrorismo ou doença: *Akorn vs. Fresenius*, julgado em 1º de outubro de 2018.

Esse caso é central para qualquer análise sobre cláusulas MAC nos contratos de M&A, pois o julgamento de 247 páginas é um verdadeiro manual sobre como redigir e interpretar disposições contratuais. A compradora (Fresenius), uma companhia alemã do ramo farmacêutico, assinou contrato de compra da fabricante de genéricos americana Akorn. O contrato estabelecia que o risco de “qualquer falha no cumprimento de projeções, previsões, diretrizes, estimativas, marcos, orçamentos ou previsões financeiras ou operacionais internas ou publicadas de receitas, ganhos, fluxo de caixa ou posição de caixa, internos ou públicos” não seria considerado um efeito adverso relevante. Contudo, nos trimestres após a assinatura, o faturamento da companhia alvo despencou e, além disso, a compradora recebeu cartas anônimas que denunciavam várias falhas no sistema de coleta de dados dos testes farmacêuticos. A correção dessas falhas demandaria milhões de dólares e alguns anos. Depois de várias tentativas infrutíferas de resolução amigável da questão, a Fresenius pediu para encerrar o acordo e Akorn demandou judicialmente que ele fosse cumprido.

Vice Chancellor Laster, relator do caso, explicou que a decisão de adquirir uma companhia é feita a longo prazo, de forma que uma mera flutuação no faturamento não é suficiente para justificar a desistência do negócio. É necessário demonstrar que a companhia alvo perdeu seu poder de gerar riqueza em um período comercial razoável, normalmente medido em anos, não em meses. Percebe-se, portanto, que é preciso demonstrar factualmente que a companhia sofreu danos profundos e duradouros além dos esperados para o setor.

Como aplicar esse raciocínio à COVID-19? O comprador poderia se eximir de fechar o contrato se demonstrar que os danos sofridos não foram unicamente causados pela pandemia, e que outras companhias do setor sofreram perdas menores. Já o vendedor poderia argumentar que a companhia tomou as medidas necessárias para preservar seu potencial de gerar lucro, mesmo diante dos esforços necessários para conter o alastramento da doença, além de ressaltar que o comprador assumiu o risco.

Vale destacar, porém, que não se sabe qual será a extensão dos danos. No momento atual, eles são, quando muito, estimáveis. Portanto, é necessário se precaver. Aos vendedores, aconselha-se agirem conforme os padrões de diligência e lealdade, para que danos econômicos causados pela doença não lhes sejam atribuídos. Aos compradores, sugere-se que sejam vigilantes e que planejem a continuidade da companhia.

#### **b. MAC clause com excludente**

Na segunda hipótese teríamos redações similares à seguinte: “MAC significa um efeito adverso relevante nos negócios, condição financeira ou resultados das operações da companhia, exceto qualquer efeito resultante (i) deste contrato ou das transações contempladas neste documento; (ii) das mudanças ou condições que afetam o setor em geral; (iii) das mudanças nas condições econômicas, regulatórias ou políticas em geral; (iv) das mudanças na lei ou GAAP”.

Em nossa experiência, cláusulas MAC costumam ser acompanhadas de outra que exclui alguns dos riscos de serem considerados um efeito adverso relevante, os chamados “carve-outs” — eles protegem o contrato de ser rompido por algumas situações específicas mencionadas na cláusula.

Nesse caso, se houver uma cláusula MAC no contrato e uma que exclua o risco de uma pandemia como razão para romper o contrato, esta deve, em princípio, prevalecer.

### c) Ausência de MAC Clause

Por fim, como proceder se o contrato não tiver uma cláusula MAC?

Segundo o art. 478 do Código Civil brasileiro, se a prestação de uma das partes se tornar excessivamente onerosa, com extrema vantagem para a outra, em virtude de acontecimentos extraordinários e imprevisíveis, poderá o devedor pedir a resolução do contrato.

A onerosidade excessiva a uma parte, com extrema vantagem para a outra, restaria configurada nos casos em que o preço já está estabelecido, mas a companhia certamente não terá as perspectivas que foram almejadas pelo comprador, ficando demasiadamente oneroso para o comprador e com vantagem para o vendedor.

**Art. 478 do Código Civil de 2002.** Nos contratos de execução continuada ou diferida, se a prestação de uma das partes se tornar excessivamente onerosa, com extrema vantagem para a outra, em virtude de acontecimentos extraordinários e imprevisíveis, poderá o devedor pedir a resolução do contrato. Os efeitos da sentença que a decretar retroagirão à data da citação.

Inversamente, poderia ocorrer que grande parte do preço fosse variável, por meio das cláusulas de *earn-out*, pelo alcance de determinado lucro em um período subsequente. Nesse caso, o vendedor pode não querer mais prosseguir com o contrato, porque o preço ficou muito aquém do que imaginava, com extrema vantagem para o comprador.

Entretanto, o fato de o contrato não prever uma MAC clause não demonstraria que as partes resolveram afastar qualquer possibilidade de rompimento do contrato entre a assinatura e o fechamento? Será que as partes, ao não preverem qualquer tipo de rompimento do contrato, não afastaram o regime da onerosidade excessiva? Não podemos nos esquecer dos novos artigos do Código Civil — como, por exemplo, o parágrafo único do artigo 421, que estabelece que, nas relações contratuais privadas, prevalecerão o princípio da intervenção mínima e a excepcionalidade da revisão contratual; ou o artigo 421-A que prevê, no seu inciso III, que a revisão contratual somente ocorrerá de maneira excepcional e limitada.

Para as companhias que estão agora negociando contratos de M&A, recomenda-se a previsão de uma cláusula MAC com menção expressa à COVID-19, como fizeram os representantes da E-Trade quando negociaram a venda da companhia ao Morgan Stanley, assinada em fevereiro deste ano. O acordo aloca o risco da doença para as partes igualmente, de maneira que a COVID-19 não poderá ser razão para eventual desistência do comprador. Segundo a cláusula pactuada entre as partes, um efeito adverso relevante não

ocorrerá em “qualquer [...] epidemia, pandemia ou surto de doença (incluindo a COVID-19) dos eventos, circunstâncias, desenvolvimentos, mudanças ou ocorrências que constituam ou tenham probabilidade razoável de resultar em um efeito adverso relevante sobre a condição (financeiro ou não), ativos, passivos, negócios ou resultados das operações.”

As discussões acerca de cláusula MAC são sempre profundas, variando as conclusões conforme as especificidades verificadas nos casos concretos. Ademais, como apresentado neste artigo, a própria redação da cláusula MAC pode levantar diferentes questionamentos em ambas as partes. A única certeza é que a COVID-19 passará a ser um tema de muita relevância nos contratos de M&A, principalmente aqueles cujo fechamento ainda não ocorreu e em que as partes tiveram que lidar com essa situação posteriormente à sua assinatura.

## **2. É possível renegociar a cláusula de *earn-out* nos contratos de M&A?**

Em negociações contratuais, é comum que o vendedor e comprador discordem sobre o preço da companhia alvo. O vendedor ressalta o potencial de produção da companhia e os rendimentos que é capaz de trazer, enquanto o comprador é cético, adotando expectativas mais modestas sobre os resultados futuros.

Um mecanismo contratual para superar essa discordância é a cláusula de *earn-out*, que permite às partes estabelecer que a confirmação do preço de compra se dará no futuro, quando for possível apurar determinadas métricas estabelecidas no contrato, para confirmar o valuation.

Devido aos impactos do COVID-19, as chances são de que uma empresa vendida recentemente não atinja seus objetivos financeiros no curto e médio prazo. Em certos casos, isso pode significar que as condições para um preço variável não sejam completamente preenchidas, o que, por sua vez, faz com que o vendedor perca parte do preço de compra.

Imaginemos: a parte A era 100% proprietária de uma empresa e a vendeu no início de 2019. Após semanas de negociação, as partes, em meados de 2019, chegaram a um preço inicial de 100 milhões de reais. Além disso, o vendedor teria direito a uma parcela variável do preço de compra (*earn-out*) e deveria permanecer pelo menos até o final de 2021 como CEO. O valor do *earn-out* está vinculado a certas metas de EBITDA para os exercícios encerrados em 2019, 2020 e 2021.

Justamente pelo fato de as partes postergarem a definição do preço da companhia, a cláusula de *earn-out* é umas das principais geradoras de conflitos em operações de M&A. Não bastassem todas as discussões



possíveis acerca de uma cláusula de *earn-out*, a conjuntura global apresentou novas dúvidas: o que acontecerá com aqueles contratos que previam como período de apuração do *earn-out* justamente o exercício que sofreu os impactos negativos da pandemia causada pela COVID-19? Pode haver a revisão da cláusula de *earn-out*?

Gostaríamos de explorar duas teses. A primeira, denominamos “tese da alocação de risco”. A cláusula de *earn-out* foi pactuada para substituir outros métodos de ajuste de preço. A vendedora poderia ter negociado parcelas fixas, mas optou por acompanhar o risco do negócio por mais tempo. Aceitar essa cláusula implica em correr o risco de a companhia passar dificuldades.

Para o comprador, a apuração do *earn-out* deveria ocorrer nos exatos termos previstos no Contrato, sob os seguintes argumentos, dentre outros:

- Ao estabelecer as métricas para a cláusula de *earn-out*, era importante para a confirmação do valuation que a companhia alcançasse determinados resultados no período estipulado, o que, não acontecendo, também afetará o valuation da companhia realizado pelo comprador;
- O vendedor não se liberou integralmente do risco dos negócios, na medida em que também aceitou se vincular a um resultado futuro, que poderia ou não ser alcançado;
- O *earn-out* foi construído por meio de uma condição lícita, de forma que, uma vez não alcançados os parâmetros estabelecidos pelas partes na referida cláusula, o vendedor não teria adquirido o direito a receber os valores ali previstos;
- A não implementação da condição licitamente estipulada pelas Partes ocorreu por motivos alheios ao comprador;
- O art. 421, parágrafo único, do Código Civil, estabelece que os contratos são regidos pelos princípios da intervenção mínima e da excepcionalidade da revisão contratual;
- O art. 421-A do Código Civil prevê que os contratos se presumem paritários e simétricos, devendo-se observar e respeitar a alocação de riscos definida pelas partes, sendo permitida a revisão contratual somente de forma excepcional e limitada; e
- Ainda que fosse permitida, no caso concreto, a revisão contratual, a legitimidade para tal revisão seria do devedor da obrigação, que, no caso, é o comprador, e não o vendedor.

No entanto, como manter, no nosso exemplo, o vendedor como CEO, se um dos principais incentivos a ele permanecer é receber o valor atribuído no *earn-out*? Se ele souber que o seu *earn-out* será fortemente afetado, continuará com os mesmos estímulos? Haverá um alinhamento de interesses?

De outro lado, temos a tese que denominamos “tese da desproporção do preço”. Um preço negociado em situação de mercado pré-covid-19 adotou como referencial o valor intrínseco da companhia. O rendimento que uma companhia atinge em tempos de crise não representa sua capacidade total de produção e venda principalmente se levar em conta que sua duração é passageira. Nesta linha, o vendedor buscaria a revisão da cláusula de *earn-out*, lançando mão, dentre outros, dos seguintes argumentos:

- Os efeitos negativos advindos da pandemia são transitórios e não recorrentes, de forma que, apesar de impactarem os resultados da companhia em um exercício, tendem à normalização nos exercícios subsequentes, de forma que o efeito no valor da companhia deve ser examinado em um espectro de tempo mais longo do que havia sido pactuado;
- O vendedor aceitou permanecer vinculado aos riscos normais das atividades da companhia, indicativos, inclusive, dos resultados futuros, mas não deve sofrer os prejuízos decorrentes de um risco imprevisível, inevitável e de efeito transitório, não afetando o valor da companhia no longo prazo;
- O *earn-out* diz respeito ao preço da companhia, de forma que, não sendo duradouros e recorrentes os efeitos da pandemia, esses efeitos deveriam ser expurgados do cálculo do *earn-out*;
- A pandemia é uma situação excepcional que configura um elemento concreto que justifica o afastamento da presunção da comutatividade, motivo pelo qual o contrato pode ser revisado;
- O art. 112 do Código Civil estabelece que “nas declarações de vontade se atenderá mais à intenção nelas consubstanciada do que ao sentido literal da linguagem”, e o art. 113, §1º, V, do Código Civil, estabelece que o negócio jurídico deve ser interpretado no sentido que “corresponder a qual seria a razoável negociação das partes sobre a questão discutida, inferida das demais disposições do negócio e da racionalidade econômica das partes, consideradas as informações disponíveis no momento de sua celebração”;
- O art. 317 permite a revisão quando houver desproporção entre o valor da prestação devida e do momento de sua execução, a fim de assegurar, o quanto possível, o valor real da prestação, podendo ser requerida pelo devedor ou pelo credor;
- O art. 478 determina que quando acontecimentos extraordinários e imprevisíveis tornarem um contrato excessivamente oneroso para uma das partes, com extrema vantagem para a outra, o contrato pode ser revisado.

Ambas as partes têm argumentos, que deverão ser sopesados com as circunstâncias do caso concreto e as cláusulas estabelecidas pelas partes no contrato e demais documentos da operação. Um desses elementos

a serem considerados é justamente a redação da cláusula de *earn-out*, que poderá trazer maior proteção ao comprador ou ao vendedor, a depender de como foi pactuada entre as partes.

Tem-se como exemplo de cláusula de *earn-out* pró-comprador a seguinte:

Os Vendedores reconhecem que (i) após o Fechamento, o Comprador tem o direito de operar os negócios das Companhias Adquiridas e outros negócios do Comprador de qualquer maneira que o Comprador julgar apropriado a critério exclusivo do Comprador, (ii) o Comprador não tem obrigação de operar a Companhia para atingir ou maximizar qualquer valor para fins de parcela de *earn-out*, (iii) o Comprador não tem nenhuma obrigação de continuar fabricando a (s) linha (s) de produtos das Companhias Adquiridas, (iv) o valor para fins de parcela de *earn-out* é especulativo e está sujeito a vários fatores externos ao controle do Comprador, (v) não há garantia de que os Vendedores receberão um valor para fins de parcela de *earn-out* e o Comprador não prometeu nem projetou nenhum valor para fins de parcela de *earn-out*.

A redação acima conferiria mais forças ao comprador em eventual discussão de revisão da cláusula de *earn-out*. De outro lado, é possível que a redação seja mais protetiva ao vendedor, como no exemplo abaixo:

A Compradora reconhece que a apuração do *earn-out* levará em consideração também os resultados das Companhias compreendidos em período em que a Compradora conduzirá de forma independente as operações e negócios das Companhias, e em vista de tal premissa, a Compradora concorda em envidar os esforços razoáveis para ao longo de tal período conduzir as operações das Companhias no curso normal de seus negócios, compatível com as práticas passadas e de forma similar em termos de natureza e magnitude aos atos usualmente praticados no curso normal das operações cotidianas usuais de outras Companhias que atuem no mesmo ramo de negócios das Companhias e, em qualquer caso, sempre no melhor interesse das Companhias.

Note-se que, mesmo diante da cláusula acima, por mais que o vendedor tenha buscado se proteger de atos do comprador que levassem a mudanças na forma de condução dos negócios da companhia, seria de pouca serventia para a discussão acerca da revisão da cláusula de *earn-out* em decorrência da pandemia de COVID-19.

E as dúvidas não se encerram por aí. E se a situação for inversa, ou seja, os resultados da companhia sofreram um impacto positivo em razão da pandemia de COVID-19?

Nesse caso, as posições e argumentos apresentados acima não somente sofrerão inversão dos agentes (aplicam-se ao comprador os argumentos acima expostos para o vendedor, e vice-versa), como também algumas alterações. Se, para o comprador, no caso de impactos negativos, existia o argumento de que a legitimidade para a revisão contratual seria do devedor da obrigação, para o vendedor, no caso de impactos positivos, tal argumento deixa de fazer sentido, uma vez que quem solicitaria a revisão seria o comprador, devedor da obrigação.

Os aspectos a serem levados em consideração incluem se o *earn-out* foi acordado "antes" ou "depois" de qualquer conhecimento sobre o surto de COVID-19, qual é o prazo do período do *earn-out* e como os resultados (financeiro ou operacional) de uma empresa foram impactados.

Por fim, vale destacar que, em qualquer caso, além de eventual revisão do cálculo do *earn-out*, deverá haver, também, a preocupação em revisar as condições de pagamento, uma vez que não se pode ignorar os efeitos perversos causados pela pandemia nas finanças da companhia e do comprador.

### **3. Conclusão**

Assim como em qualquer relação contratual, os efeitos decorrentes da COVID-19 implicarão em discussões das mais diversas nos contratos de M&A. Por se tratar de evento que afetará, em maior ou menor grau, o comprador, o vendedor e a própria companhia objeto da transação, as controvérsias ganharão maior complexidade, demandando soluções que levem em consideração os impactos da COVID-19 sobre cada uma das partes.

Como visto acima, são diversos os argumentos que podem ser apresentados pelas partes signatárias de um contrato de M&A. Nada obstante, ainda que se considere inédito o problema a ser enfrentando sob o ponto de vista do sistema jurídico brasileiro, não se pode ceder à tentação de solucionar toda e qualquer controvérsia por meio de equidade, sob pena de trazer ainda mais insegurança e imprevisibilidade nesse momento em que as relações contratuais já se encontram bastante conturbadas.

## ***Earn-Out* nas Operações de Fusões e Aquisições (M&A)**

Por Daniel Kalansky e Rafael Sanchez | Publicado na obra “Finanças Corporativas – Aspectos Jurídicos e Estratégicos”, coordenada por Sergio Brotel e Henrique Barbosa, publicada pela Editora Atlas, em 2016.

**1. O conceito de Earn-Out; 2. Natureza do *Earn-Out*; 3. Principais pontos a serem negociados; 3.1. Determinação das metas e requisitos para pagamento do *Earn-Out*; 3.1.1. Escopo para cálculo do *Earn-Out*; 3.1.2. Metas financeiras utilizadas como fundamento para o *Earn-out*; 3.1.3. Formas de apuração das metas financeiras; 3.1.4. Fórmula para cálculo do Earn-Out; 3.2. Forma de pagamento do Earn-Out; 3.3. Correção monetária do Earn-Out; 3.4. Penalidades para o atraso do pagamento; 4. Período de apuração do Earn-out; 5. Controle da sociedade durante o período de apuração do Earn-out; 6. Earn-out: Uma discussão adiada?; 7. Conclusão.**

### **1. O conceito de *Earn-Out***

O preço de compra de uma sociedade e seu pagamento em contratos de M&A pode ser estruturado de diversas formas. Compradores têm optado por estruturar o pagamento do preço de compra por meio de duas parcelas, sendo uma fixa e a outra variável, paga após o decurso de determinado tempo, sendo condicionada à confirmação de determinadas premissas ou o atingimento de certas metas financeiras.

Parcelas variáveis do preço de compra podem possuir diversas denominações, dentre elas, preço de compra variável e preço contingente, mas são amplamente conhecidas como *Earn-Out* e funcionam como forma de alocação de riscos para compradores e vendedores, uma vez que apenas são pagas após a confirmação de premissas que levaram à avaliação da sociedade alvo ou que eram consideradas fundamentais para realização do negócio.

Cláusulas de *Earn-Out* são utilizadas em operações de aquisição de participações societárias nas quais as partes têm opiniões diversas sobre o valor real da sociedade e sua performance futura, estabelecendo-se, assim, que uma parcela do preço de aquisição será paga ao vendedor com base no desempenho da sociedade durante determinado período após o fechamento da operação.

O processo de avaliação de sociedades, denominado de *valuation*, visa possibilitar ao comprador pagar o preço mais próximo do considerado justo por determinado ativo. Para Aswath Damodaran, o processo de avaliação constitui um meio termo entre arte e ciência exata, devendo utilizar três componentes para se atingir o ideal: “o viés que os analistas trazem ao processo, a incerteza com que têm de lidar e a complexidade que a tecnologia moderna e o fácil acesso à informação trouxeram à avaliação”<sup>4</sup>.

Em meio à dificuldade de se atribuir um valor justo para uma sociedade muitas discussões podem surgir em relação às suas perspectivas de rentabilidade futura e ao seu valor presente.

Dessa forma, a solução encontrada pelo mercado para solucionar tais discussões foi a de separar o preço de compra do ativo em duas parcelas, uma determinada no momento da aquisição e outra postergada e variável, a ser determinada no momento oportuno. Conforme exposição de James Freund:

“After all, that’s the way most contingent deals get done. The seller says: ‘Buy me, buy me, I’m about to earn \$1,000,000’. The purchaser says: ‘I want you, but so far your earnings have never exceeded \$200,000 – and my price has to be based on your track record.’ The seller replies: ‘I’m not for sale for that kind of price. You’ve got to have faith and treat me as if I’ve already earned the \$1,000,000’. The purchaser retorts: ‘having faith is beside the point I have litigious stockholders. Maybe we should wait a few years until you’ve actually earned the \$1,000,000.’ The seller bluffs: ‘You can wait if you want, but I probably won’t be around when you’re ready to jump and if I am, the price will be double what it is today.’ And then someone gets the bright idea to match the money and the mouth – and the earn-out is born.”<sup>5</sup>

Além disso, o *earn-out* pode servir como mecanismo de retenção e incentivo aos sócios e principais dirigentes com vistas à implementação de um determinado plano de negócios, como forma mais atrativa de

---

<sup>4</sup> DAMODARAN, Aswath. Avaliação de Empresas. 2ª edição. Pearson Prentice Hall. São Paulo, 2007, pág 1.

<sup>5</sup> O vendedor diz: ‘Me Compre, me compre, eu estou prestes a ganhar USD\$1,000,000.’ O comprador diz: ‘Eu quero você, mas até agora os seus lucros nunca excederam USD\$200,000 - e meu preço tem que ser baseado em seu histórico.’ O vendedor responde: ‘Eu não estou à venda por esse tipo de preço. Você tem que ter fé e me tratar como se eu já tivesse ganho USD\$1,000,000.’ O comprador responde: ‘O ponto em questão vai além de ter fé; Eu tenho acionistas litigiosos. Talvez devêssemos esperar alguns anos até que você realmente ganhe USD\$1,000,000.’ O vendedor blefa: ‘Você pode esperar se quiser, mas eu provavelmente não vou estar por perto quando você estiver pronto para entrar no negócio; e, se eu estiver, o preço será o dobro do que é hoje.’ E, então, alguém tem a brilhante ideia de combinar o dinheiro e a teoria – e o *earnout* nasce” (tradução livre). FREUND, James C. Anatomy of a Merger. Strategies and Techniques for Negotiating Corporate Acquisitions. Law Journal Press, 1976, pág. 205.

pagamento em aquisições em que a companhia possui um pequeno histórico operacional, mas também possui grande potencial de crescimento, ao estruturar que parte do preço de compra será pago com base em *valuation* futuro da companhia.

De acordo com a doutrina estrangeira, a cláusula de *Earn-Out* admite que o preço variável esteja condicionado e vinculado a uma performance futura da sociedade objeto da aquisição:

“An earn-out is a mechanism used in an M&A transaction whereby a portion of the purchase price is contingent and is calculated based on the performance of the acquired business over a specified time period following the closing. Earn-outs are intended to bridge a *valuation* gap between an optimistic seller and skeptical, or cash strapped, buyer. Earn-outs allow sellers potentially to facilitate a higher price and provide buyers with additional financing option to pay for the acquisition with future profits of the acquired business. The use of earn-outs is becoming more prevalent in the current economic climate.

An earn-out can also serve as a form of incentive-based compensation to the sellers continuing on as management, and thereby allow buyers to retain and motivate management with aligned interests of maximizing profit. An earn-out used for these purposes, it might be argued, can help facilitate a smooth transition of the acquired business to the buyer even though the seller’s management may no longer have traditional equity in the acquired business”<sup>6</sup>

O *Earn-Out* pode ser estruturado de diversas formas, podendo ser pago de uma única vez quando do decurso de determinado prazo ou apuração de determinada meta, em diversas parcelas após a verificação de seus requisitos, ou possuir diversas parcelas condicionadas a eventos futuros. Pode ainda ser utilizado como garantia para o pagamento de indenizações ao comprador, de forma a compensar com possíveis contingências que se materializem após o fechamento da operação de aquisição.

---

<sup>6</sup> “O earn-out é um mecanismo utilizado em operações de M&A por meio do qual uma parte do preço de aquisição é contingente, sendo calculada com base no desempenho do negócio adquirido em um certo período de tempo após o fechamento. Earn-outs visam encurtar a distância entre a avaliação do vendedor otimista e do comprador cético, ou com fluxo de caixa restrito. Earn-outs permitem aos eventuais vendedores alcançar um preço mais elevado, bem como aos compradores possuem uma opção adicional de financiamento para pagar o preço de aquisição com os lucros futuros do negócio adquirido. A utilização de earn-outs tem se tornado mais predominante nas atuais circunstâncias econômicas. O earn-out também pode servir como uma forma de remuneração baseada em incentivos aos vendedores que permanecem como administradores e, assim, reter os gestores e motivar seus interesses em linhas com a maximização do lucro. O earn-out utilizado para esses fins, argumentar-se-ia, pode auxiliar a facilitar uma transição suave para o comprador do negócio adquirido ainda que o vendedor administrador não possua mais a participação original no negócio adquirido”. (tradução livre). Earn-outs in M&A Transactions – Key Structures and Recent Developments, The M&A Journal, Vol. 10, Paul M. Crimmins, Ben Gray, Jessica Waller.

Cláusulas de *Earn-Out*, quando corretamente negociadas e estruturadas, podem trazer benefícios aos compradores, vendedores e à própria companhia, motivando a administração a obter melhores resultados, garantindo ao comprador que o preço pago pela sociedade alvo não foi excessivo e aos vendedores parcela do preço de compra que poderia não ser recebida caso dependesse de pagamento imediato pelo comprador.

Porém, caso sejam mal redigidas ou deixem espaço para amplas interpretações, cláusulas de *Earn-Out* são motivos certos de discussões entre compradores e vendedores, uma vez que seus interesses com relação ao *Earn-Out* são naturalmente antagônicos, buscando o comprador sempre pagar o menor preço pela melhor sociedade e os vendedores receber o melhor preço pela sua participação societária.

Portanto, o *Earn-Out*, além de servir como uma forma de encurtar a distância entre a avaliação feita pelo vendedor otimista e pelo comprador cético, pode ser utilizado como uma opção adicional de financiamento (já que o comprador poderá pagar a aquisição com lucros futuros gerados pela companhia adquirida) e como forma de incentivo para remunerar os vendedores que continuarão trabalhando na companhia.

## 2. Natureza do *Earn-Out*

A discussão acerca da natureza do *Earn-Out* está diretamente relacionada à maneira com que a cláusula foi estruturada.

Nos parece claro que nas situações em que o *Earn-Out* é utilizado como uma forma de postergar o pagamento do preço a ser pago como contrapartida para transferência da participação societária do vendedor até que as premissas adotadas ou expectativas oferecidas se confirmem, sua natureza é de parte do preço de compra.

Ou seja, nos casos em que se posterga o pagamento de parte do preço de compra através de *Earn-Out*, sua natureza é a mesma do preço de compra pago à vista, sendo contrapartida pela alienação da participação societária, devendo inclusive ser incluído no cálculo do ganho de capital do vendedor quando do seu recebimento.

Tal entendimento acerca da natureza do *Earn-Out* encontra respaldo no artigo 487 do Código Civil, segundo qual “é lícito às partes fixar o preço em função de índices ou parâmetros, desde que suscetíveis de objetiva determinação.”



Porém, nos casos em que as cláusulas são estruturadas como forma de manter uma equipe de administração chave a discussão se torna mais complexa, uma vez que é preciso diferenciar a remuneração pela prestação de um serviço da contrapartida pela aquisição de participação societária. Existem ainda casos em que há previsão específica de que caso o vendedor deixe a administração da sociedade antes do decurso de certo prazo, a parcela do preço variável não será devida. Em situações como essas, em outras jurisdições o *Earn-Out* gerou discussões no sentido de ser entendido como forma de remuneração pelo trabalho prestado pelos vendedores e não efetivamente como preço de compra.

Entendemos que em casos como estes, a natureza do *Earn-Out* deve ser analisada de acordo com suas características, observando-se os elementos do contrato e realizando uma interpretação sistemática de todo o contrato, sendo certo que, em regra, faz parte do preço de compra, devendo ser reunidos uma série de outros elementos para que se possa assumir outra natureza.

### **3. Principais pontos a serem negociados**

Existem certos pontos fundamentais a serem negociados no momento de estruturação de uma cláusula de *Earn-Out*, sendo tais pontos fundamentais para evitar futuros conflitos entre compradores e vendedores.

Para compradores, o *Earn-Out* é uma forma de alocar riscos, evitando questões como ajustes futuros de preço em decorrência de diferenças no *valuation*, motivar vendedores que permanecerão na administração da companhia e até mesmo de garantir que determinadas obrigações que ele espera do vendedor sejam cumpridas. Compradores buscam estabelecer os mais rígidos critérios e metas antes de que qualquer valor seja pago a título de *Earn-Out*, de forma a impedir que qualquer valor seja indevidamente pago ao vendedor.

Já para os vendedores, o *Earn-Out* pode servir como forma de maximizar o valor pago por sua companhia nos casos em que o comprador está em dúvida com relação à capacidade futura de crescimento e como incentivo nos casos em que o vendedor permanecerá na administração após a alienação de sua participação. Vendedores buscam negociar cláusulas que prevejam o pagamento do *Earn-Out*, mesmo que parcial, em situações mais amplas e com o menor número de condicionantes possíveis.

Neste cenário, cabe às partes negociar cuidadosamente as cláusulas de *Earn-Out* com principal atenção a alguns pontos, de forma a alinhar os interesses das partes e evitar conflitos futuros.

### **3.1. Determinação das metas e requisitos para pagamento do *Earn-Out***

O pagamento do *Earn-Out* pode ser condicionado ao atingimento de metas pela companhia, à confirmação de determinado cenário ou à manutenção de determinada situação da sociedade adquirida. Independentemente do critério adotado, é fundamental que tais pontos sejam esclarecidos de forma clara e objetiva, constituindo objetivo realista para as partes.

As metas mais comumente encontradas nos contratos de M&A são as metas financeiras, notadamente metas para o lucro líquido ou para o EBITDA, indicadores comuns para verificação da performance de uma empresa.

#### **3.1.1. Escopo para cálculo do *Earn-Out***

Definir o escopo que será utilizado para cálculo do *Earn-Out* é fundamental para que se evitem discussões futuras. Nos casos em que o *Earn-Out* é calculado com base na performance empresarial de uma sociedade, é importante estabelecer se será incluído em referido cálculo apenas uma sociedade ou se o resultado de suas demais coligadas e controladas será acrescido no resultado.

Ainda deve-se estabelecer se as regras para o resultado obtido através de novas aquisições da sociedade durante o cálculo do *Earn-Out*, a possibilidade de realização de cisões e o seus efeitos e os procedimentos em caso de incorporação da sociedade.

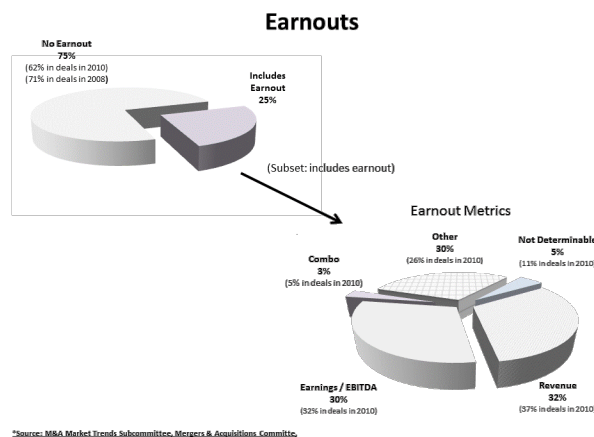
Nos casos em que seu pagamento está condicionado a permanência do vendedor na administração da sociedade é fundamental estabelecer regras para o seu desligamento da sociedade, as hipóteses em que o comprador pode retirá-lo da sociedade e seus efeitos, como o não pagamento do *Earn-Out* ou seu pagamento com uma penalidade.

Por fim, pode-se estabelecer escopos mais complexos para apuramento do *Earn-Out*, como, por exemplo, de que apenas determinada linha de negócios da sociedade será utilizada para fins do *Earn-Out* ou de que apenas determinado grupo de clientes será utilizado como base para sua apuração.

### 3.1.2. Metas financeiras utilizadas como fundamento para o *Earn-out*

Nos casos em que o *Earn-Out* está atrelado à performance empresarial, os critérios mais utilizados para quantificar tal performance são (i) faturamento, (ii) EBITDA<sup>7</sup> e (iii) lucro líquido.

Em pesquisa elaborada em 2013 pelo *M&A Market Trends Subcommittee, Mergers & Acquisitions Committee*, foram levantadas as seguintes metas financeiras a serem utilizadas como fundamento para o *Earn-Out*:



O faturamento é o critério relacionado à capacidade da companhia e sua administração de gerar novos negócios que gerem receita. Por ser um critério objetivo, estabelecido através de metodologias previamente acordadas entre as partes, é indicador de difícil manipulação pela administração da sociedade.

Porém, por apenas medir a receita da sociedade, o faturamento pode incentivar a administração a realizar negócios ineficientes, que gerem pouco ou nenhum lucro para companhia, mas que aumentem seu faturamento, gerando benefícios ao vendedor, sem que a sociedade e o seu comprador tenham qualquer benefício.

O EBITDA é bastante utilizado na análise risco de crédito e valuation de companhias. Conforme explica Flávio Málaga:

“É uma medida que refletiria a capacidade de geração de caixa operacional da empresa, que seria então utilizado para amortizar dívidas, para cobrir as despesas financeiras decorrentes

<sup>7</sup> Termo em inglês que significa *earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*, em português, lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização (LAJIDA).

do endividamento, para realizar investimentos e para remunerar os sócios e o governo. Entretanto, não há uma regra única para constituição dessa medida, assim como seu uso não é livre de desvios e erros de interpretação.”<sup>8</sup>

O EBITDA nos fornece uma visualização rápida e muitas vezes eficiente da capacidade da operação da sociedade de gerar caixa. Sua adoção é interessante para as partes, pois quantifica a capacidade do administrador de gerar eficiências para a sociedade, que possam ser convertidas em uma maior lucratividade na sua operação.

O cálculo do EBITDA depende da apuração de diversos outros valores, sendo passível de diferentes interpretações por quem o elabora, principalmente quanto itens não recorrentes, bem como quanto à natureza financeira de uma determinada receita ou despesa. Ainda, por apenas medir a capacidade de geração de caixa da sociedade, sem que sejam considerados tributos, depreciação e despesas financeiras, são comuns os casos em que a companhia possui um EBITDA bastante atrativo, enquanto está a beira da falência em decorrência de dívidas bancárias.

Dessa forma, é importante que as partes negociem cláusulas que estipulem regras diretas para apuração do EBITDA e pagamento do *Earn-Out*, estabelecendo quais montantes serão considerados em seu cálculo de forma a evitar discussões acerca da interpretação do EBITDA.

Por ser critério bastante utilizado na avaliação de empresas, o EBITDA, quando bem estabelecido, é um mecanismo bastante comum para o cálculo do *Earn-Out*, pois muitas vezes é o mesmo critério utilizado para o cálculo do preço fixo e demais pagamentos pela compra da participação societária na sociedade.

Como seus parâmetros já foram definidos pelas partes, a adoção do EBITDA como parâmetro para cálculo do *Earn-Out* nos casos em que ele também foi utilizado para avaliação da companhia se torna atrativa e pode poupar discussões importantes.

O lucro líquido é obtido pelo lucro operacional da sociedade deduzido das receitas e despesas financeiras, das despesas não operacionais, extraordinárias e não recorrentes, e do imposto de renda e contribuição social.

---

<sup>8</sup> MÁLAGA, Flávio Kezam. Análise de demonstrativos financeiros e da performance empresarial: para empresas não financeiras. 2ª ed, São Paulo, Saint Paul Editora, 2012, pág. 155.

Apesar de indicar os valores efetivamente recebidos pelos sócios da sociedade durante determinado período, o lucro líquido não é critério eficiente para cálculo do *Earn-Out*, pois, além de capturar resultados não operacionais, como venda de imóveis, que não deveriam contar para a performance da companhia, está suscetível ao eventual viés dos administradores da companhia.

Uma administração interessada em aumentar o lucro líquido de um período pode tomar decisões desinteressantes para companhia a médio e longo prazo, aumentando o resultado no curto prazo através da não realização de investimentos com maior tempo de retorno e maximizando a receita de contratos de maior duração.

Independentemente a meta adotada, é fundamental que as partes definam os princípios contábeis que serão adotados no cálculo dos indicadores. Apenas mencionar que os valores serão apurados conforme o GAAP<sup>9</sup> do país da companhia pode não ser suficiente, uma vez que o GAAP apenas estabelece diretrizes, podendo ser adotadas diversas interpretações.

A solução mais adotada nos contratos de compra e venda é a manutenção das práticas contábeis anteriormente adotadas pela sociedade, caso os compradores, após auditoria contábil estejam de acordo com elas.

### **3.1.3. Formas de apuração das metas financeiras**

Tão importante quanto definir o escopo e as metas financeiras para o cálculo do *Earn-Out*, é definir a forma como tais valores serão apurados. Os contratos de M&A adotam os mais diversos mecanismos para sua apuração.

Caso as partes desejem poupar gastos com auditores, uma solução é a apresentação do indicador e sua memória de cálculo do *Earn-Out* por uma das partes, cabendo à outra a possibilidade de contestação de tais valores e a contratação de um auditor em caso de discordância.

Caso gastos com auditor não sejam um problema, o mecanismo comumente adotado é a contratação de um auditor independente para apuração do *Earn-Out*, sendo possível às partes discordar da avaliação e solicitar a contratação de um novo auditor para realizar nova apuração.

---

<sup>9</sup> Em inglês, *generally accepted accounting principles*, em português, princípios contábeis, de acordo com as normas emitidas pela CVM, com as normas contábeis emitidas pelo IBRACON e com as resoluções do CFC.

Em todos os casos, é importante definir a parte responsável pela entrega de informações aos auditores, o prazo de entrega de cada relatório do auditor, que preferencialmente deverá constar no contrato referente à contratação do auditor, o escopo do relatório do auditor e o responsável pelo pagamento dos honorários do auditor.

#### **3.1.4. Fórmula para cálculo do *Earn-Out***

Conforme já discutido, o *Earn-Out* pode ser estruturado das mais diversas formas, podendo ser estabelecida um valor determinado, condicionado ao atendimento de requisitos, ou uma fórmula, que condiciona os ganhos do vendedor ao sucesso da sociedade.

Na segunda hipótese, estabelecer a fórmula para cálculo do *Earn-Out* é um ponto crítico por o seu regular funcionamento, sendo que, normalmente, a fórmula é preparada por uma das partes e revisada por outra. Neste momento, ambas as partes devem testar exaustivamente a fórmula preparada, prevendo todos os cenários possíveis durante a sua efetiva aplicação, não sendo excessiva a inclusão de hipóteses exemplificativas para melhor compreensão.

Fórmulas para cálculo do *Earn-Out* podem ser feitas com base nos dividendos que a participação alienada faria jus caso ainda estivesse sob poder dos vendedores, em um percentual das metas fixadas para empresa ou até mesmo na diferença entre o *valuation* da sociedade no momento da venda da participação e após o decurso do período de apuração.

#### **3.2. Forma de pagamento do *Earn-Out***

Uma vez apurado, o *Earn-Out* pode ser pago através de uma única parcela à vista ou de uma série de parcelas. Além disso, as partes podem estabelecer limites, máximos e mínimos, para os montantes pagos como *Earn-Out*.

Nos casos em que o *Earn-Out* depende apenas do cumprimento de determinadas metas, o mais comum é que o seu pagamento ocorra em uma parcela única após a confirmação da última condicionante para o seu pagamento, como a permanência da administração por determinado período ou a apuração de certo indicador financeiro.

Porém, nas situações em que o *Earn-Out* depende de diversas condições em diversos períodos, as partes podem acordar com o pagamento em diversas parcelas, pagas no momento em que cada condicionante for concluída, como, por exemplo um percentual para cada ano em que o vendedor permanecer na administração da sociedade.

Os limites para pagamento do *Earn-Out* servem como forma de adequar o seu pagamento as necessidades financeiras das partes, fornecendo um limite de gastos para o comprador e um valor mínimo a ser recebido pelos vendedores.

Limites ao *Earn-Out* devem ser negociados com cautela, pois podem gerar grandes perdas para as partes caso sejam estabelecidos de forma incorreta.

### **3.3. Correção monetária do *Earn-Out***

O valor do *Earn-out*, por normalmente ser uma parcela do preço de compra paga em momento futuro, normalmente é objeto de correção monetária.

Vendedores defendem que, como não receberam a totalidade do preço de compra no momento da transferência da participação societária, a totalidade do *Earn-out* deve ser objeto de correção monetária a partir do momento da efetiva transferência da participação até o momento de pagamento do *Earn-out*. Referido argumento ganha força quando o *Earn-out* tem como único fundamento a confirmação de premissas pelo comprador, uma vez que, nesse caso, o *Earn-out* teria meramente o condão de ratificar o valor da sociedade adquirida.

Os compradores, por sua vez, acreditam que, uma vez que o *Earn-out* só é devido caso os parâmetros sejam atingidos, a correção monetária apenas deveria ser realizada entre o período em que o *Earn-out* foi efetivamente atingido (por exemplo, quando do cálculo do EBITDA da sociedade) e a data de seu pagamento.

Os compradores ainda podem defender que, nos casos em que a apuração do *Earn-out* depender da apuração de determinados valores por auditores independentes, durante o período da auditoria não seja realizada correção monetária, pois tal período não depende de qualquer das partes.

Por fim, as partes podem acordar nos mais diversos índices para correção monetária, como, por exemplo o IPCA<sup>10</sup>, o IGP-M<sup>11</sup> e o CDI<sup>12</sup>. A adoção de cada índice pode trazer benefícios ou ser mais adequada para cada caso a depender das expectativas das partes.

### 3.4. Penalidades para o atraso do pagamento

Como o *Earn-out* constitui uma parcela do preço de compra postergada para o futuro, os vendedores estão sujeitos a atrasos em seu pagamento ou até mesmo ou seu não recebimento, caso o comprador passe por problemas financeiros durante seu período de apuração.

Para evitar problemas como estes, vendedores buscam negociar o depósito do valor do *Earn-out* em uma conta garantia (*escrow*). Dessa forma, o pagamento não dependeria da capacidade do comprador.

Por outro lado, compradores buscam postergar o pagamento até o último momento, utilizando-se de argumentos de que o *Earn-out* pode variar, sendo ineficiente depositar determinado valor por uma obrigação incerta.

Caso as partes não cheguem a um acordo para depósito do *Earn-out* em uma conta *escrow*, os vendedores normalmente solicitam garantias para o pagamento, como fianças bancárias, imóveis, ou até mesmo a própria participação societária alienada no negócio em questão. Na situação em que a participação alienada é utilizada como garantia, os vendedores devem estar certos do sucesso da companhia, sendo que o recebimento do *Earn-out* está condicionado ao mesmo sucesso.

Independentemente da concessão de garantias pelo comprador, o vendedor deve negociar cláusulas penais bastante custosas ao comprador em caso de atraso. Sobre as cláusulas penais, Fran Martins discorre:

“A cláusula penal estipulada conjuntamente com a obrigação, ou em ato posterior, pode referir se à inexecução completa da obrigação, à de alguma cláusula especial ou simplesmente à mora. Quando se estipular a cláusula penal para o caso de total inadimplemento da obrigação, esta converter-se á em alternativa a benefício do credor. Quando se estipular a cláusula penal para o caso de mora, ou em segurança especial de outra cláusula determinada, terá o credor o arbítrio de exigir a satisfação da pena cominada,

<sup>10</sup> Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo – IPCA, apurado pelo IBGE.

<sup>11</sup> Índice Geral de Preços do Mercado - IGP-M, apurado pela Fundação Getúlio Vargas.

<sup>12</sup> Certificado de Depósito Interbancário – CDI.



juntamente com o desempenho da obrigação principal. O valor da cominação imposta pela cláusula penal não pode exceder o da obrigação principal. (...) Para exigir a pena convencional, não é necessário que o credor alegue prejuízo. Ainda que o prejuízo exceda ao previsto na cláusula penal, não pode o credor exigir indenização suplementar se assim não for convencionado. Se tiver sido, a pena vale como mínimo de indenização, competindo ao credor provar o prejuízo excedente.”<sup>13</sup>

Normalmente, além dos juros de mora, no valor de 1% sobre o valor em atraso ao mês, tais cláusulas preveem o pagamento de uma multa, que pode ir de 2 a 10% sobre o valor em atraso. Tais percentuais devem ser cuidadosamente discutidos pelas partes, uma vez que, conforme exposto por Fran Martins acima, não havendo disposição específica contrária, a cláusula penal corresponde pela única compensação por prejuízos ao credor (além do recebimento do principal) em caso de mora do devedor.

Vendedores ainda podem negociar que demais valores devidos pelo comprador ou até mesmo outras parcelas do *Earn-out* sejam imediatamente devidas em caso de atraso de pagamento, vencendo, desta forma, tal parcelas antecipadamente.

O *M&A Market Trends Subcommittee, Mergers & Acquisitions Committee*, em pesquisa realizada em 2013 identificou os seguintes pontos:

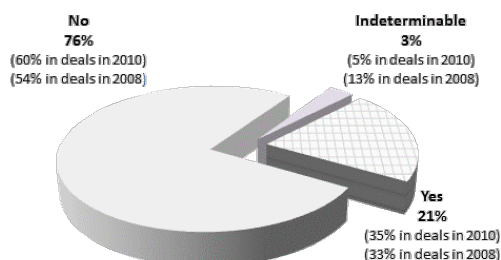
---

<sup>13</sup> Martins, Fran. *Contratos e obrigações comerciais*, ed. rev. e aum. Rio de Janeiro, Ed. Forense, 16ª edição, 2010, pág. 91.

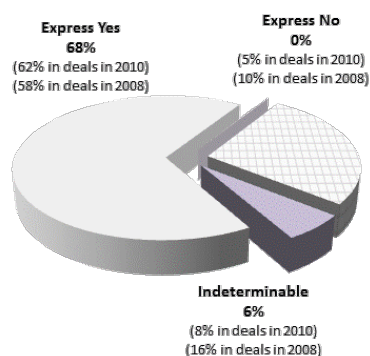
## Earnouts – Acceleration and Offsets

(Subset: deals with earnouts)

Does the Earnout Expressly  
Accelerate on a Change of Control?



Can Buyer Offset Indemnity  
Payments Against Earnout?\*



\*Percentages total 101% due to rounding.

\*Source: M&A Market Trends Subcommittee, Mergers & Acquisitions Committee.

#### 4. Período de apuração do *Earn-out*

O período de apuração do *Earn-out* varia de acordo com interesse das partes no momento em que ele foi estabelecido. Nos casos em que o *Earn-out* foi estabelecido para manter o vendedor na administração da sociedade, seu período é equivalente ao tempo acordado pelas partes como razoável para sua permanência.

Já nas situações em que se busca a obtenção de determinadas metas financeiras, o período de apuração do *Earn-out* tende a ser mais longo, uma vez que tais metas são observadas no fim de cada exercício. Neste caso, o período de apuração tende a durar de um a três exercícios após o fechamento da aquisição da participação pelo comprador.

Em pesquisa elaborada pelo *M&A Market Trends Subcommittee, Mergers & Acquisitions Committee* em 2013, foi identificado que a maioria das cláusulas de *Earn-out* estabelece como período de apuração os 12 meses posteriores ao fechamento da operação:

## Earnouts – Period of Earnout (Subset: deals with earnouts\*)



\* Percentages total 101% due to rounding.

\*Source: M&A Market Trends Subcommittee, Mergers & Acquisitions Committee.

Quanto maior for a sua duração, menor o risco do comprador, uma vez que suas incertezas ou objetivos na aquisição da companhia são diluídas por maior período de tempo, e maior o risco do vendedor, que vê o recebimento desta parcela postergado por um maior período e ficando exposto ao risco de da sociedade alienada e até mesmo do comprador.

Períodos de apuração menores são mais vantajosos aos vendedores, por reduzir a possibilidade de acontecimentos que venham a impedir ou restringir o pagamento pelo comprador. Para compradores, por outro lado, períodos de apuração menores restringem o uso do *Earn-out* e aumentam o seu risco no negócio, sendo utilizados para situações específicas, como a confirmação dos indicadores financeiros do exercício em curso utilizados para o cálculo do valuation ou para a manutenção do vendedor na administração apenas pelo período de transição das gestões.

As partes normalmente estabelecem situações em que o período de apuração do *Earn-out* pode ser antecipado, de forma a proteger o vendedor de determinadas situações e garantido o seu pagamento.

Tais cláusulas preveem o término do período de apuração e o pagamento antecipado do *Earn-out* em casos como pedido de falência ou recuperação judicial, troca de controle, IPO, a quebra pelo comprador de alguma outra obrigação assumida no contrato de compra e venda da participação societária e até mesmo situações alheias às partes, como mudanças na legislação, que possam vir a afetar a capacidade do comprador de pagar o *Earn-out* ou da companhia de obter o resultado financeiro esperado.

Como muitas vezes os indicadores necessários para o pagamento do *Earn-out* ainda não estarão disponíveis, ao negociar o encerramento antecipado do período de apuração, as partes devem estabelecer

previamente um montante fixo ou uma nova fórmula para sua apuração, como por exemplo o valor presente do *Earn-out* descontando por uma taxa específica ou determinado valor estabelecido por um terceiro avaliador.

## **5. Controle da sociedade durante o período de apuração do *Earn-out***

Durante o período de apuração do *Earn-out*, compradores e vendedores possuem interesses na sociedade, querendo ambos influir em sua gestão de forma a atingir seus objetivos. O maior desafio no momento em que se estabelece a cláusula de *Earn-out* é conciliar estes interesses, para que compradores e vendedores trabalhem para o sucesso da companhia e ampliem seus ganhos de forma conjunta.

Nos casos em que o vendedor mantém parte relevante de sua participação societária, conciliar tais interesses se torna uma tarefa mais simples, uma vez que ambos buscam o sucesso de médio e longo prazo da sociedade. Em situações como esta, busca-se definir o poder de decisão das partes durante o período de duração do *Earn-out*, que normalmente se confundirá com a estrutura de decisão da sociedade até mesmo após o seu pagamento.

Porém, muitas vezes os interesses das partes não são conciliáveis. Nos casos em que o vendedor mantém pouca ou nenhuma participação societária diversos conflitos podem surgir. Compradores, por possuírem a maioria ou a totalidade da participação da companhia, entendem que toda a gestão e as tomadas de decisão devem estar em suas mãos.

Enquanto isso, vendedores, por ainda terem parte de seus ganhos atrelados à performance da companhia, buscam acompanhar a situação da sociedade e até mesmo interferir em sua gestão. Em situações como esta, cabe às partes negociar cláusulas razoáveis para atender as expectativas de ambos.

Vendedores que deixam a companhia por completo e que não contam com o interesse do comprador para mantê-los na administração, buscam obter a maior influência possível na sociedade, defendendo até mesmo a obtenção de vetos para determinadas matérias. Porém, dificilmente conseguirão influir de maneira efetiva na gestão da companhia.

Na situação em que o vendedor não possui participação ou cargo na companhia, compradores buscam afastar qualquer interferência do vendedor na administração da sociedade, seja para implantar a sua cultura de gestão, seja para evitar que agora um terceiro possua informações sobre o seu investimento, mas seria

injustificável manter o vendedor completamente desinformado das posições da sociedade, uma vez que o pagamento do *Earn-out* ainda depende de tais informações.

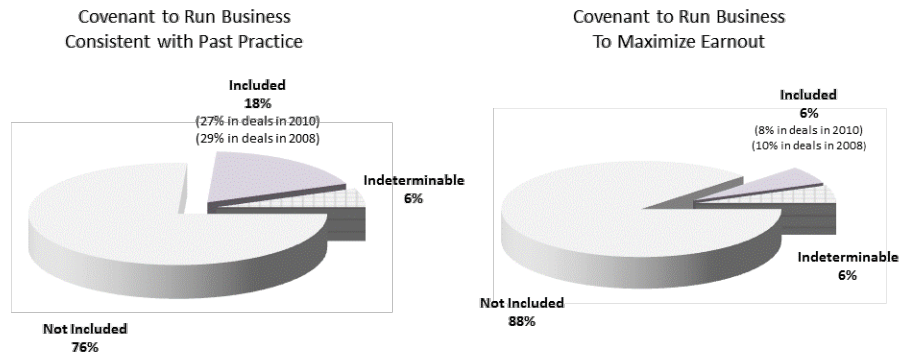
Não é raro na nossa experiência o comprador buscar mitigar os riscos de interferência do vendedor incluindo uma cláusula forte o suficiente para dar o direito ao comprador de exercer o controle da companhia durante o período do *Earn-out* a seu exclusivo critério, conforme exemplo de cláusula abaixo:

“Sellers acknowledge that (i) upon the Closing, Buyer has the right to operate the business of the Acquired Companies and Buyer’s other business in any way that Buyer deems appropriate in Buyer’s sole discretion, (ii) Buyer has no obligation to operate the Acquired Companies in order to achieve or to maximize any Earnout Amount, (iii) Buyer is under no obligation to continue to manufacture the Acquired Companies’ product line(s), (iv) the Earnout Amount is speculative and is subject to numerous factors outside Buyer’s control, (v) there is no assurance that Sellers will receive any Earnout Amount and Buyer has neither promised nor projected any Earnout Amount, (vi) Buyer owes no fiduciary duty or express or implied duty to Sellers, including any implied duty of good faith and fair dealing, and (vii) the parties solely intend the express provisions of this Agreement to govern their contractual relationship relating to the earnout. Sellers hereby waive any fiduciary duty or express or implied duty of Buyer to Sellers, including any implied duty of good faith and fair dealing”.

Tal cláusula, entretanto, pode ter um efeito totalmente adverso para o vendedor, correndo o risco que o vendedor não somente rejeite como, a partir de sua leitura o faça buscar inserir compromissos do comprador (*covenants*) durante referido período.

Na pesquisa elaborada pelo *M&A Market Trends Subcommittee, Mergers & Acquisitions Committee* em 2013, foi apurado que 76% dos contratos que possuíam cláusulas de *Earn-out* não possuíam compromissos para o comprador durante esse período e 88% não possuíam cláusulas que obrigavam o comprador a maximizar o *Earn-out*:

## Earnouts – Buyer’s Covenants as to Acquired Business (Subset: deals with earnouts)



\*Source: M&A Market Trends Subcommittee, Mergers & Acquisitions Committee.

Situações como esta são de difícil conciliação, pois gestores em diversas situações encontram-se diante do dilema (i) priorizar retornos maiores no médio e longo prazo da sociedade, através de investimentos de maior risco, mas que podem gerar grandes resultados ou (ii) focar no retorno de curto prazo, visando a ampliação da performance empresarial em determinado momento e forçando a administração no futuro a buscar novos investimentos semelhantes para manter seu desempenho.

Com o comprador, e agora controlador da companhia, no controle da gestão nos parece claro que a sua opção seria para alternativa (i), enquanto o vendedor, com *Earn-out* atrelado a performance de curto e médio prazo da sociedade, é inclinado a buscar a segunda alternativa. Conciliar tais expectativas constitui difícil tarefa no momento negocial do contrato de M&A.

Para dirimir tal situação, o comprador pode oferecer o envio de informações periódicas da sociedade e até mesmo estabelecer limites para sua gestão durante o período de apuração do *Earn-out*, como limites para endividamento bancário e para realização de operações societárias envolvendo a sociedade, a manutenção das práticas de gestão e contábeis anteriormente utilizadas pelo vendedor, entre outros.

Como forma de dar maior segurança ao vendedor, o comprador pode se comprometer a gerir a sociedade visando equilibrar os seus interesses e os do vendedor. Tal disposição, apesar de ser de difícil quantificação, pode servir de base para discussão acerca de determinadas condutas do comprador que, na visão do vendedor, o tenha prejudicado.

Ainda, a revisão dos índices da sociedade por um auditor independente e a manutenção das práticas contábeis anteriormente adotadas, pode servir como argumento para dar maior segurança aos vendedores de que o comprador não irá deliberadamente afetar os resultados da sociedade de forma a prejudicá-lo.

## 6. *Earn-out*: Uma discussão adiada?

Conforme já discutido, o *Earn-out* funciona como um mecanismo de alocação de riscos para o comprador, seja na permanência do vendedor por determinado período na sociedade, seja na confirmação de premissas financeiras. Os interesses antagônicos das partes em um ponto tão sensível quanto o recebimento de um pagamento por parte de sua participação societária normalmente leva a discussões e disputas acirradas entre as partes. Sua estrutura é complexa e as diferentes formas de apuração favorecem tais discussões.

Em situações em que o vendedor já deixou a sociedade as disputas são ainda maiores, sendo que, não havendo mais relacionamento entre compradores e vendedores, a discussão entre as partes se resumem ao pagamento de determinada quantia, incentivando o litígio em detrimento da resolução amigável.

Tal discussão pode ainda atrapalhar o relacionamento das partes nos casos em que o vendedor permanece com participação na companhia, prejudicando sua administração e ameaçando o seu futuro.

Conforme discorrido em decisão da corte do estado de Delaware no caso *Airborne Health, Inc. v. Squid Soap*, 984 A.2d 126 (Del. Ch. 2009):

“In theory, the earn-out solves the disagreement over value by requiring the buyer to pay more only if the business proves that it is worth more. But since value is frequently debatable and the causes of underperformance equally so, an earn-out often converts today’s disagreement over price into tomorrow’s litigation over the outcome.”<sup>14</sup>

Ao endereçar os pontos aqui discutidos, o objetivo das partes é o de evitar conflitos, discorrendo até a exaustão o tratamento a ser dado entre os principais pontos conflitantes e procedimento para sua apuração.

---

<sup>14</sup> Na teoria, o *earn-out* soluciona as discussões sobre o preço ao prever que o comprador deve pagar mais caso o negócio demonstre que possui um valor maior. Porém, como o valor de uma companhia frequentemente é discutível e as causas da má performance empresarial também são, o *earn-out* se transforma na discussão de hoje sobre o preço no litígio futuro acerca do seu resultado. (tradução livre)

Porém, por mais que as partes tentem endereçar todos os problemas que possam surgir durante a apuração e o pagamento do *Earn-out*, conflitos sempre podem surgir de pontos que dependem de interpretação como a apuração das demonstrações financeiras, da fórmula para o cálculo do *Earn-out* e das diversas obrigações das partes durante o período de apuração.

Neste sentido, as partes optam por inserir cláusulas arbitrais nos contratos, de forma a resolver as disputas relacionadas ao *Earn-out* da maneira mais justa e célere o possível.

## 7. Conclusão

Conforme exposto por Ronald Gilson e Bernard Black:

“It’s [earnout] central insight is that the difference in expectations between the parties as to the probabilities assigned to the occurrence of future events will ultimately disappear as time transforms a prediction of next year’s sales into historical fact. If determination of the purchase price can be delayed until next year’s sales are known with certainty, the deal can be made. (...) Only uncertainty concerning the future forced the parties to rely on expectations about the future the earnout solution allows the purchase price to be set after that uncertainty has been solved. That is, each party is allowed to act as if his expectation was shared by the other. In effect he bets on the accuracy of his expectation, with a settling up only after the uncertainty has been eliminated and the parties really do have homogeneous beliefs concerning the matter.”<sup>15</sup>

O *Earn-out* é um grande mecanismo para conciliar os interesses das partes nas operações de M&A, concedendo ao comprador uma garantia de que suas premissas para aquisição serão cumpridas e permitindo aos vendedores receber um valor maior para sua participação societária caso a companhia atinja a performance esperada. Porém, por envolver interesses sensíveis e assuntos que podem levar a diversas interpretações, também pode ser razão para litígios entre as partes.

---

<sup>15</sup> GILSON, Ronald; BLACK, Bernard. *The Law and Finance of Corporate Acquisitions*. 2<sup>nd</sup> Edition. The Foundation Press Inc., 1995. pág. 1569. “A percepção central [do earnout] é de que a diferença de expectativas das partes quanto às probabilidades de ocorrência de eventos futuros acabará por desaparecer quando o tempo transformar uma previsão de vendas do próximo ano em um fato. Se a determinação do preço de compra pode ser adiada até que as vendas do próximo ano possam ser efetivamente conhecidas, o negócio pode ser feito. (...) É a incerteza com relação ao futuro que força as partes a depender de previsões sobre o futuro; a solução pelo earnout permite que o preço de compra possa ser definido depois que a incerteza tiver sido resolvida. Ou seja, cada uma das partes pode agir como se a sua expectativa fosse compartilhada pela outra parte. Na verdade, ele aposta na precisão de sua expectativa, com a certeza de que, depois que a incerteza tiver sido eliminada, as partes realmente terão crenças homogêneas com relação ao assunto.” (tradução livre)



As partes devem tratar o assunto com cautela e negociar as cláusulas de *Earn-out* considerando desde o início as diversas possibilidades de litígio.

Neste sentido, alertamos que as cláusulas de *Earn-out* podem não ser uma boa alternativa nos casos em que os vendedores permanecem com participação societária na companhia adquirida, pois uma discussão com relação ao *Earn-out* pode acabar por estremecer a relação entre as partes e colocar em risco o bom funcionamento e a continuidade da sociedade.

Além disso, o *Earn-out* pode ameaçar a gestão da sociedade durante o período de sua apuração, gerando discussões entre as políticas a serem adotadas pela administração, uma vez que vendedores tendem a privilegiar decisões que melhorem o resultado de curto prazo e maximizem o valor do *Earn-out* e os compradores tendem a priorizar políticas de médio e longo prazo, que podem ser fundamentais para o futuro da companhia e diminuir as quantias a serem desembolsadas pelo a título de *Earn-out*.

A depender da forma em que forem estruturadas e dos interesses das partes, cláusulas de *Earn-out* podem ser mecanismos eficientes para alocar riscos e interesses ou o adiamento de um litígio, que pode até mesmo colocar em risco a continuidade da companhia, o investimento do comprador e o direito do vendedor de receber o preço justo pela alienação de sua participação societária.

## ***Sandbagging Clauses nas Operações de Fusões e Aquisições (M&A)***

Por Daniel Kalansky e Rafael Sanchez | Publicado na obra “Novos Temas de Direito e Corporate Finance”, coordenada por Henrique Barbosa e Sérgio Botrel, publicada pela Quartier Latin, em 2019.

**1. Introdução; 2. Cláusula Pro-Sandbagging e Anti-Sandbagging; 3. Sandbagging e o direito brasileiro: o princípio da boa-fé objetiva; 4. Conclusão.**

### **1. Introdução**

No dia 23 de maio de 2018 tive a honra de palestrar na abertura da Comissão de Disputas em M&A do Instituto Brasileiro de Direito Empresarial - IBRADEMP. O tema tratado foi Sandbagging Clauses e o direito brasileiro: Boa fé e Limitação de Responsabilidade nos Contratos de M&A. Como não podia deixar de ser, o tema gerou debates importantes para aqueles que atuam nas operações de compra e venda de empresas.

Conforme foi anunciado naquele dia, a comissão de Disputas em M&A do IBRADEMP foi criada visando possibilitar o estudo dos conflitos que surgem nas operações de compra e venda de empresas, assim como disseminar a experiência dos profissionais que atuam nessa área. Em razão da falta de jurisprudência no Brasil em relação à matéria, há uma necessidade de reflexão sobre os principais aspectos que, de forma geral, acabam por gerar conflito entre as partes, como, por exemplo, cláusulas de preço, *earn-out*, ajuste de preço, limitação de responsabilidade, indenização e non-compete. Desta forma, a comissão pretende trazer os conceitos do direito civil aplicáveis aos contratos de compra e venda de empresas, bem como buscar a experiência norte-americana para fomentar as discussões.

Não é a intenção deste artigo abordar todas as problemáticas existentes a respeito das cláusulas de sandbagging<sup>16</sup>, mas apenas dar um aperitivo de algumas discussões sobre este importante assunto, com o único propósito de fomentar o debate. Para ilustrar o conceito de sandbagging, imagine-se a seguinte situação:

---

<sup>16</sup> A origem do termo sandbagging surgiu da expressão utilizada no jogo de golf para descrever o jogador que engana os demais, mentindo sobre as suas habilidades para conseguir um maior handicap e obter vantagens frente aos seus rivais. Depois tal expressão acabou sendo utilizado nos contratos de compra e venda de empresas, como será explicado no decorrer deste artigo.

Em uma negociação de venda de uma empresa, as partes acordaram que o vendedor deveria indenizar o comprador em decorrência de qualquer descumprimento, erro, falsidade, violação ou imprecisão de qualquer das declarações e garantias por ele prestadas.

Dentre as declarações e garantias prestadas, o vendedor declarou que a companhia era proprietária de todos os seus ativos, livres e desembaraçados de quaisquer ônus.

Após o fechamento da operação, o vendedor da empresa recebeu uma notificação do comprador requerendo uma indenização por falsidade nas declarações prestadas pelo vendedor. Basicamente, o comprador notificava o vendedor que vinte caminhões utilizados pela companhia haviam sido dados como garantia de um contrato de financiamento, buscando uma indenização de R\$5.000.000,00, tendo em vista ser este o valor necessário para liberar referidos ativos junto ao banco financiador. Detalhe importante: o vendedor, ao receber a notificação de indenização, acessou o data room que havia sido disponibilizado ao comprador e seus assessores, e pôde constatar que tais contratos de financiamento não somente haviam sido disponibilizados, como havia provas de que os assessores do comprador haviam acessado referidos contratos durante o processo de due diligence da companhia.

Pergunta-se: Poderia o comprador buscar uma indenização do vendedor, mesmo que os seus assessores tenham tido acesso aos contratos de financiamento que evidenciavam os ônus existentes sobre os caminhões? O contrato possuía uma cláusula de sandbagging? Mas afinal, o que é cláusula de sandbagging?

## **2. Cláusula Pro-Sandbagging e Anti-Sandbagging**

Um contrato de aquisição pode expressamente permitir (pro-sandbagging), restringir (anti-sandbagging) ou permanecer silente quanto à possibilidade de o comprador buscar, depois de a transação ter sido concluída, indenização com base em um conhecimento prévio de alguma declaração e garantia incorreta.

Uma cláusula pro-sandbagging consiste em uma disposição em que o direito do comprador em ser indenizado permanece intacto, independentemente de qualquer conhecimento prévio (antes do fechamento) sobre quebra de uma declaração ou garantia prestada pelo vendedor no contrato.

Vejamos o exemplo de uma cláusula pro-sandbagging:

“The rights of the Purchaser to indemnification or any other remedy under this Agreement shall not be impacted or limited by any knowledge that the Purchaser may have acquired, or could have acquired, whether before or after the closing date, nor by any investigation or diligence by the Purchaser. The Seller hereby acknowledges that, regardless of any investigation made (or not made) by or on behalf of the Purchaser, and regardless of the results of any such investigation, the Purchaser has entered into this transaction in express reliance upon the representations and warranties of the Seller made in this Agreement.<sup>17</sup>”

Conforme é possível verificar acima, a cláusula de sandbagging no contexto de uma operação de M&A estabelece que os remédios do comprador contra o vendedor não serão impactados pelo fato de o comprador ter conhecimento, antes do fechamento da operação, de fatos ou circunstâncias que pudessem dar ensejo à busca de indenização. Em outras palavras, a cláusula estabelece que, mesmo que o comprador tivesse conhecimento de que uma determinada declaração prestada pelo vendedor não estivesse correta, poderia o comprador buscar uma indenização por falsidade na declaração.

Em termos negociais, o comprador poderia argumentar pela inclusão da cláusula pro-sandbagging por inúmeros motivos, como, por exemplo: (i) tal cláusula encoraja o vendedor a realizar a completa e precisa declaração sobre a companhia; (ii) elimina disputas pós-fechamento com base em qual seria o conhecimento das partes sobre determinado fato ou circunstância; (iii) a cláusula desencoraja o vendedor de sobrecarregar o comprador com milhares de documentos da due diligence e, então, afirmar que este tinha conhecimento da quebra da declaração em razão do extenso material entregue; e (iv) protege o comprador de questões inesperadas que possam ocorrer entre a assinatura e a data de fechamento da operação.

Por outro lado, uma cláusula anti-sandbagging estabelece que o comprador acorda afastar seu direito indenizatório em relação às declarações e garantias prestadas pelo vendedor sobre as quais, antes do fechamento da operação, tinha conhecimento de sua inexatidão, conforme modelo de cláusula abaixo:

“The Purchaser acknowledges that it has had the opportunity to conduct due diligence and investigation with respect to the Company, and in no event shall the Seller have any liability to the Purchaser with respect to a breach of representation, warranty or covenant under

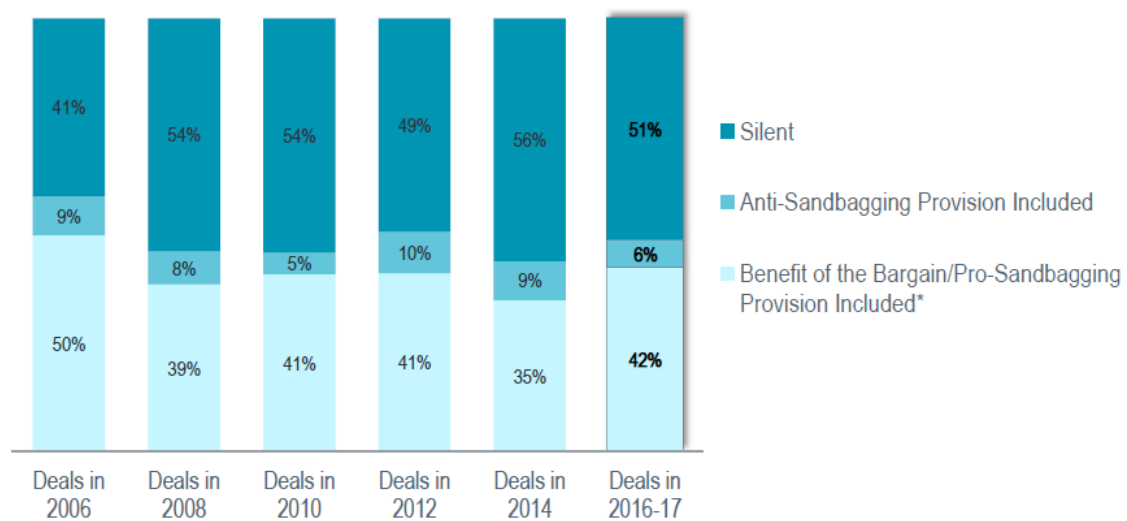
---

<sup>17</sup> Tradução livre dos autores: “Os direitos do Comprador para indenização ou qualquer outro remédio nos termos do presente Contrato não serão impactados ou limitados por qualquer conhecimento que o Comprador tenha adquirido ou possa ter adquirido, seja antes ou depois da data de fechamento, nem por qualquer investigação ou diligência do Comprador. O Vendedor reconhece que, independentemente de qualquer investigação feita (ou não feita) por parte ou em nome de o Comprador, e independentemente dos resultados de qualquer investigação, o Comprador realizou esta transação com base expressamente nas declarações e garantias do Vendedor feitas neste Contrato”.

this Agreement to the extent that the Purchaser knew of such breach as of the Closing Date.<sup>18</sup>”

Para o vendedor, é bastante vantajoso incluir tal cláusula num contrato de alienação de participação societária. Isso porque (i) o vendedor entrega todos os seus documentos e contratos ao comprador para que este realize uma completa due diligence com auditores especializados, recaindo o ônus de tal diligência somente sobre o vendedor, com nenhuma obrigação recíproca do comprador em revelar os aspectos relevantes e sensíveis que analisou; (ii) a auditoria deve encorajar o comprador a levantar problemas para que o vendedor possa ter a oportunidade de resolvê-los; (iii) é injusto que o vendedor seja submetido a uma revisão completa de due diligence pelo comprador apenas para este ter conhecimento de uma violação pelo vendedor e, então, se aproveitar do conhecimento para requerer indenização, sob um aspecto que poderia ter sido discutido e negociado entre as partes.

Balancear os interesses tanto do comprador quanto do vendedor em uma cláusula de sandbagging é difícil. Uma pesquisa empírica realizada pela American Bar Association - ABA alcançou a seguinte conclusão:



O gráfico acima demonstra que, na última década, os contratos de M&A, em sua grande maioria, trazem cláusulas pro-sandbagging, ou permanecem silentes sobre o assunto. As cláusulas anti-sandbagging nesses últimos dez anos, não apareceram em 10% dos contratos de M&A celebrados. Nada obstante os

<sup>18</sup> Tradução livre dos autores: “O Comprador reconhece ter tido a oportunidade de realizar a devida diligência e investigação em relação à Companhia, e em nenhum caso o Vendedor terá qualquer responsabilidade com o Comprador com respeito a violação de alguma declaração ou garantia sob este Contrato na medida em que o Comprador sabia dessa violação na Data de Fechamento”.

contratos de M&A não terem um padrão, tampouco disposições pré-definidas, percebe-se, pela pesquisa acima, que não é fácil negociar uma cláusula anti-sandbagging.

### **3. Sandbagging e o direito brasileiro: o princípio da boa-fé objetiva.**

No contexto das operações de M&A no Brasil, o sistema da Common Law inspirou sobremaneira o padrão estrutural que é desenvolvido hoje nas minutas de contratos de compra e venda de empresas, cuja elaboração tem, como linguagem própria, a do direito norte-americano.

Dessa forma, a tendência normalmente seguida em tais operações é dispor, nas próprias cláusulas do contrato, todo o regramento do dever de indenizar das partes, ora discutido e negociado, muito embora o Código Civil dê suporte para responsabilização civil da parte que violar as declarações e garantias dispostas no instrumento.

O dever de indenizar é, portanto, estruturado com base nas declarações e garantias prestadas no contrato de aquisição. Caso alguma declaração ou garantia prestada no contrato seja incorreta ou incompleta, pode dar ensejo ao dever de o vendedor indenizar o comprador.

A responsabilização civil da parte que violar as declarações e garantias dispostas no contrato de compra e venda decorre da chamada responsabilidade civil contratual, em que o inadimplemento de uma obrigação por uma das partes acaba por gerar o dever de reparação do dano sofrido pela outra parte.

Aqui entendemos ser importante destacar que o conceito de dano se traduz pela lesão de qualquer bem jurídico, no caso, a garantia do comprador de que as declarações prestadas pelo vendedor estão corretas, sendo a quantificação de tal dano obtida através da diminuição percebida em seu patrimônio, que corresponderia à consequência resultante da falsidade de uma declaração.

Considerando-se nosso sistema jurídico brasileiro, seria possível estabelecer uma cláusula pro-sandbagging (permitindo que o comprador busque indenização pela violação das declarações e garantias de que tinha conhecimento antes do fechamento), ou uma cláusula anti-sandbagging (restringindo o comprador de buscar indenização pela violação das declarações e garantias de que tinha conhecimento antes do fechamento), por própria vontade das partes no contrato?

Interessante notar o artigo escrito por Stacey A. Shadden, intitulado “How to sandbag your opponent in the unsuspecting world of high stakes acquisitions”<sup>19</sup> :

There are many reasons a buyer may vie for a sandbagging right. The first is a simple contractual argument, “[a] deal is [a] deal” (...). Second, a buyer may argue that after it has accepted seller’s contractual limitations on its right to recovery against seller, it valued the bargained-for representations and warranties, as so limited by seller, and paid for the outright, knowledge or not. The buyer argues that it “purchased the warranties”, as a mean to allocate risk and minimize cost. (...) Another reason a buyer may negotiate for a pro-sandbagging provision is to plan for potential “dumping” by the seller of newly discovered information at a late date in the diligence period in an effort to avoid its bargained-for representations and warranties. Buyers argue that including a pro-sandbagging provision encourages Sellers to take extra care with the disclosure schedule process. Further, buyers often claim that without a pro-sandbagging provision Sellers will “play games” with the information given to buyer.

Haja vista o princípio da autonomia da vontade das partes, seria possível estipular uma cláusula pro-sandbagging ou anti-sandbagging. Isso porque é reconhecida no Código Civil, em seu artigo 421<sup>20</sup>, a liberdade contratual das partes para estipularem no contrato cláusulas que melhor atendam às necessidades da operação.

A questão que se coloca, no entanto, é: em que medida uma cláusula de sandbagging é eficaz, sobretudo à luz do princípio da boa-fé objetiva?

O artigo 422 do Código Civil dispõe que “[o]s contratantes são obrigados a guardar, assim na conclusão do contrato, como em sua execução, os princípios de probidade e boa-fé”. Considerando que os contratos de compra e venda de empresas são abrangidos pela lei civil, logo devem ser interpretados de acordo com o princípio da boa-fé.

---

<sup>19</sup> SHADDEN, Stacey A. How to sandbag your opponent in the unsuspecting world of high stakes acquisitions. *Creighton University Law Review*, Vol. 47, Issue 3, p. 459-476, 2014. Disponível em: <<https://dspace2.creighton.edu/xmlui/bitstream/handle/10504/65318/47CreightonLRev459.pdf?sequence=1&isAllowed=y>>. Acesso em: 03.08.2018.

<sup>20</sup> Art. 421. A liberdade de contratar será exercida em razão e nos limites da função social do contrato.

O princípio da boa-fé objetiva tem como premissa que as partes, ao celebrarem um contrato, são obrigadas a agir conforme os padrões de ética, honestidade e transparência. A ideia é que ambas as partes confiem e guardem sua probidade contratual, não fraudando ou abusando da confiança alheia.

Porém, mesmo com a ideia acima trazida, o princípio da boa-fé é de difícil definição em um sentido amplo, de forma que a sua aplicação deve ser realizada de acordo com as circunstâncias em que as partes celebraram o contrato, bem como através da análise dos conhecimentos e supostas intenções de cada parte. Nesse sentido Judith Martins-Costa discorre<sup>21</sup>:

Efetivamente, não é fácil essa caracterização pois a locução boa-fé é uma expressão semanticamente vaga ou aberta e, por isso, carecedora de concretização, sendo a tarefa de concretizar sempre, e, necessariamente contextual. Por mais que seja manifesto um significado genérico do sintagma boa-fé – por todos compreensível, mas de pouco auxílio, justamente por conta da elevada genericidade – especificar o conteúdo de um comportamento pautado por esse modelo jurídico nos variados casos concretos é tarefa de difícil realização. O conteúdo específico da boa-fé, em cada caso, está indissolavelmente ligado às circunstâncias, aos fatores vitais determinantes do contexto da sua aplicação.

As partes que incluírem cláusula pro-sandbagging no contrato de aquisição devem ter em mente que, no caso de uma disputa, o julgador pode adotar o princípio da boa-fé objetiva e limitar o direito de indenizar, pois, tomando como exemplo o caso descrito na nossa introdução, se o comprador realmente sabia que a declaração estava falsa, tendo efetivamente a oportunidade de informar ao vendedor sobre a incorreção da referida declaração, mas preferiu ficar inerte para, logo em seguida, poder buscar uma indenização, poder-se-ia entender, nesse caso, que houve desequilíbrio entre as partes, uma que entregou os documentos necessários para serem analisados e outra que usou de tais documentos para obter propositalmente a indenização, mesmo tendo a oportunidade de informar o vendedor sobre a incorreção.

Dessa forma, poderia prevalecer o entendimento de que o comprador não teria agido de acordo com o princípio da boa-fé e lealdade nos contratos, e, portanto, considerar que a cláusula de sandbagging não poderia ser invocada no caso. Em último caso poderia se entender até mesmo que o comprador teria agido com abuso de direito, ato ilícito que poderia gerar uma obrigação do comprador indenizar o vendedor em decorrência de tal abuso<sup>22</sup>.

---

<sup>21</sup> Martins-Costa, Judith, A Boa Fé no Direito Privado, São Paulo, Ed. Revista dos Tribunais, 2015, págs. 40 e 41.

<sup>22</sup> Nesse sentido, os artigos 186 e 187 do Código Civil dispõem:



Por outro lado, é necessário também analisar a dubiedade com relação ao conhecimento do comprador. Se o comprador não teve intenção de fazer com que o vendedor prestasse uma declaração falsa com o único propósito de buscar uma indenização logo após o fechamento, ou se tal conhecimento não era totalmente claro, ou, ainda, se ambas as partes tinham conhecimento da falsidade e, ainda assim, entenderam que a melhor forma de resolver a questão seria pelos mecanismos de indenização previstos no contrato, não há porque cercear o direito do comprador de ser indenizado pelos danos sofridos, de forma que a cláusula pro sandbagging, ou até mesmo o silêncio do contrato sobre o assunto, terão como consequência a reparação civil. Deve-se, desta forma, examinar a prova do conhecimento que o comprador tinha a respeito da declaração falsa, buscando entender quem realmente teve acesso a referida informação e como ela foi transmitida por quem teve acesso a tal informação ao comprador.

O julgador, portanto, ao analisar um conflito com base em sandbagging clause, deve verificar as situações de fato e buscar entender se a intenção do comprador foi realmente se aproveitar do vendedor, isto é, deixar ele dar uma declaração falsa, para logo em seguida buscar uma indenização, ou se não houve qualquer intenção em se aproveitar do vendedor.

Valendo-se agora de um exemplo mais extremo: Imagine-se que uma empresa do grupo comprador já tivesse prestado serviços de assessoria ambiental para a empresa do vendedor, em algum outro momento anterior à venda, e soubesse que o terreno possuía uma contaminação ambiental. Quando o comprador resolveu comprar a empresa, estabeleceu a cláusula pró-sandbagging e o vendedor prestou uma declaração de que nenhuma área da empresa possuía qualquer tipo de contaminação ambiental, sendo que a indenização a que o comprador faria jus transformaria o custo de aquisição da empresa em quase zero. Poderia o comprador buscar uma indenização após o fechamento da compra em decorrência de declaração falsa, ou deverá vigorar o princípio da boa-fé?

Neste caso mais extremo, a cláusula de sandbagging poderia ser aplicada? Entendemos que em referido caso, a discussão iria além da aplicabilidade da sandbagging, podendo ser até mesmo discutida a validade do negócio jurídico da aquisição da empresa como um todo, uma vez que se poderia entender que o motivo determinante do comprador para celebração do contrato foi buscar a indenização conhecida,

---

“Art. 186. Aquele que, por ação ou omissão voluntária, negligência ou imprudência, violar direito e causar dano a outrem, ainda que exclusivamente moral, comete ato ilícito.

Art. 187. Também comete ato ilícito o titular de um direito que, ao exercê-lo, excede manifestamente os limites impostos pelo seu fim econômico ou social, pela boa-fé ou pelos bons costumes.”

reduzindo consideravelmente o preço de compra, sem que o vendedor tivesse ciência das circunstâncias reais em que realizou a venda.

#### **4. Conclusão**

Os contratos de M&A sempre foram inspirados na cultura do direito anglo-saxão. Nesse sentido, diversas cláusulas foram importadas para os contratos de aquisição brasileiros. No entanto, no direito brasileiro, há que se notar que determinadas cláusulas podem ter sua validade questionada em razão dos princípios e regras previstos no ordenamento jurídico. O argumento de que aquilo que está escrito no contrato faz lei entre as partes nem sempre poderá ser considerado pelo julgador como um argumento válido.

Enfim, de um lado, teremos interpretações no sentido de que as partes concordaram com a cláusula pro-sandbagging e, portanto, o vendedor deveria indenizar o comprador, mesmo que este tivesse conhecimento da declaração falsa, pelo fato de se tratar de uma cláusula de alocação de risco, regulando direitos patrimoniais. Isto é, o vendedor concordou que deveria indenizar por qualquer declaração falsa, independentemente do conhecimento do comprador.

E, de outro lado, teremos aqueles que buscarão entender o real conhecimento que o comprador tinha a respeito da declaração falsa, para entender se a intenção do comprador foi deixar o vendedor errar na declaração, para logo após buscar uma indenização, auferindo vantagem indevida e violando o princípio da boa-fé objetiva.

Não nos resta outro caminho senão aguardar aparecerem os primeiros precedentes sobre a cláusula de sandbagging no direito brasileiro para descobrir se o vendedor deverá realmente indenizar o valor R\$5.000.000.00 dos vinte caminhões que estavam onerados, ou se o comprador fará jus à reparação civil pelos passivos ambientais da empresa adquirida.

## Investimento de Fundos de Private Equity em Empresas Familiares

Por Daniel Kalansky e Ivan Iegoroff de Mattos | Publicado na obra “Empresas familiares e famílias empresárias”, organizada por Roberta Nioac Prado, publicada pela Editora Quartier Latin, em 2019.

**1. Introdução; 2. As motivações dos dois lados; 3. Quais conflitos podem surgir entre o fundo de private equity e os controladores da empresa familiar?; 4. Como evitar os conflitos?; a) O que ocorre quando não houver consenso entre os sócios na decisão de uma matéria estrategicamente relevante?; b) E se um sócio não quiser vender a participação? Como o fundo pode garantir sua liquidez caso queira alienar a sua participação?; 5. Conclusão.**

### 1. Introdução

Como é sabido, o ambiente empresarial brasileiro é dominado por sociedades limitadas e sociedades anônimas fechadas, sendo parte relevante delas originada a partir do esforço organizado do empresário, em seu núcleo familiar. Nesse contexto, as figuras da empresa e da família acabam se misturando, fazendo-nos pensar no conceito de empresa familiar.

Em nossa experiência prática, já vivenciamos situações de grande sucesso, em que, por exemplo, um fundo de private equity adquiriu participação societária em uma empresa familiar com alto potencial de crescimento e, mediante um trabalho cuidadoso de governança e profissionalização, a referida empresa investida mais que triplicou seu faturamento e margem de EBITDA, permitindo que ocorresse um evento de liquidez, o que gerou lucratividade tanto para a família, quanto para o fundo de private equity.

Por outro lado, já vimos casos em que nem tudo deu certo. Um fundo de private equity adquiriu participação societária em uma empresa em que nem todos os demais sócios tinham seus interesses alinhados

e, ao invés de obter uma saída boa para todos os envolvidos, houve o surgimento de conflitos que subtraíram valor da empresa.

O presente artigo busca entender as motivações que levam os fundos de private equity a investir em uma empresa familiar, e os empresários, a aceitar o ingresso do fundo de private equity, buscando analisar, ainda que de forma resumida, como prevenir ou mitigar eventuais conflitos que podem surgir entre os sócios.

## 2. As motivações dos dois lados

O investimento de um fundo de private equity em uma empresa familiar pode se dar de diversas formas. Em linhas gerais, podemos destacar as seguintes estruturas de investimento comumente adotadas quando um fundo de private equity realiza investimentos em uma sociedade:

- Aquisição de participação, sem *cash in*. O fundo de private equity adquire, dos empresários, participação na empresa familiar (*cash out*), sem aportar recursos na referida empresa (*cash in*).
- Aquisição de participação, com *cash in*. O fundo de private equity adquire, dos empresários, participação na empresa familiar (*cash out*) e aporta recursos na referida empresa (*cash in*).
- Subscrição de participação, sem *cash out*. O fundo de private equity subscreve participação societária da empresa familiar, integralizando seu capital social, sem adquirir, dos empresários, participação na empresa familiar (*cash out*).

A decisão de investimento de um fundo de private equity em uma empresa familiar podem ser orientados por diversas razões, como, por exemplo:

- A entrada em determinado mercado;
- A consolidação de um setor por meio da empresa; ou ainda
- A oportunidade de reestruturação e profissionalização da empresa, criando valor mediante o alongamento de dívidas, captação de recursos, redução do custo de capital e implementação de governança e profissionalização da gestão.

Por outro lado, os empresários podem estar motivados para receber um investimento de fundo de private equity para, exemplificativamente:

- solução para problemas de endividamento;

- obtenção de capital para crescimento, seja para investimento em ativos fixos, capital de giro ou ainda para consolidação do setor;
- obtenção de liquidez para aqueles que não desejam mais continuar no negócio;
- retirada de parte da família do negócio; ou
- captura de *upside* na venda futura.

O entendimento das motivações que despertam o interesse em realizar os negócios é de total importância para que possam ser alinhados os interesses de todos e evitar que surjam conflitos no futuro. E, a depender dos interesses envolvidos, as formas de investimento acima relacionadas mostram-se mais ou menos interessantes, conforme o caso.

Como visto no início do presente artigo, são dois os caminhos que podem surgir a partir do investimento de um fundo de private equity em uma empresa familiar. No primeiro caminho, o fundo de private equity ingressa na sociedade, cria valor e proporciona bons retornos a todos os sócios, resultando em um excelente negócio para todos. No segundo caminho, o ingresso do fundo de private equity na empresa familiar acaba por gerar conflitos entre os sócios, o que inviabiliza a criação de valor e, pior, deprecia o patrimônio societário. A ideia do presente artigo é justamente entender como algumas empresas acabam por entrar nestes diferentes caminhos possíveis.

### **3. Quais conflitos podem surgir entre o fundo de private equity e os controladores da empresa familiar?**

Nos termos do Art. 5º, caput, da Instrução CVM 578/16, o fundo de private equity “deve participar do processo decisório da sociedade investida, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão”. Dessa forma, os fundos de private equity devem efetivamente atuar nas sociedades investidas, característica que os distingue de outros fundos de investimento.

Justamente por se imiscuir na administração das sociedades investidas, os fundos de investimento estão mais sujeitos a enfrentar situações de conflito com os controladores da empresa familiar. Isso porque eventuais interesses divergentes entre fundo e acionistas fundadores tendem a se intensificar, na medida em que esse conflito passa a estar presente no dia-a-dia da empresa.

Dentre os principais conflitos que já pudemos presenciar em nossa experiência, destacamos:

- Indenização por declaração falsa. Em um contrato de alienação de participação societária, é comum que o vendedor faça declarações e ofereça garantias sobre a empresa e os negócios por ela desenvolvidos. Essas declarações e garantias se prestam, em regra, a confirmar o

entendimento do comprador sobre a empresa e, caso alguma delas esteja incorreta, e tal fato cause prejuízo ao comprador, o vendedor deverá indenizá-lo. Já participamos de casos em que o relacionamento entre o empresário e o fundo se desgastou em vista de conflitos que surgiram por motivos de indenização em decorrência de cláusulas do contrato de compra e venda celebrado quando do ingresso do fundo na empresa.

- Eleição e remuneração dos administradores da empresa. É bastante comum que após o ingresso do fundo de private equity, parte dos empresários seja mantida na administração da empresa e o fundo de private equity indique mais um administrador, geralmente o diretor financeiro. Nesse contexto, pode existir um potencial desalinhamento entre o fundo de private equity e os acionistas originais, no que toca à eleição de determinados membros da administração, bem como à sua remuneração.
- Plano de negócios. Um dos maiores potenciais pontos de desalinhamento entre fundo de private equity e os acionistas originais é o estabelecimento do plano de negócios da companhia. Isso porque, a depender da estratégia adotada, a distribuição de dividendos será impactada diretamente. Tomemos como exemplo um investimento realizado por um fundo de private equity em uma determinada empresa, com o objetivo de consolidação de mercado. Nesse sentido, está implícita a estratégia de aquisição de concorrentes, mas a forma e o momento em que se dará essa aquisição poderá ser objeto de amplas discussões entre os empresários e o fundo de private equity.
- Impasses. É comum que se estabeleçam que determinadas matérias dependerão do voto afirmativo do fundo ou em caso em que o fundo controle a empresa, que determinadas matérias dependerão do voto do empresário para serem aprovadas, podendo gerar impasses caso não se consiga alcançar um consenso com relação a referida matéria.
- Earn-out. Comumente, parte do preço de aquisição (em casos de cash out) é variável, a depender do resultado futuro alcançado pela empresa. Também não raro é o surgimento de (i) desalinhamento entre o fundo de private equity e os empresários na adoção de determinadas estratégias que impactam diretamente o resultado da empresa; e (ii) conflito com relação à apuração do resultado da empresa. O próprio método de apuração da métrica eleita pelas partes para a aferição do resultado da empresa pode ser objeto de controvérsia.
- Contingências e superveniências ativas. Quando o fundo de private equity ingressa na companhia, existem reflexos ainda não materializados de eventos pretéritos. É possível, por exemplo, que um empregado promova reclamação trabalhista contra a empresa, apoiando sua pretensão, ou ao menos parte dela, em eventos anteriores ao ingresso do fundo de private equity na empresa. Da mesma forma, é possível que a empresa descubra ter sofrido prejuízo

em decorrência de fato anterior ao ingresso do fundo de private equity, e pretenda ressarcimento desses prejuízos. Em ambos os casos, poderá haver discussão entre o fundo de private equity e os empresários: (i) na hipótese de contingências, acerca da distribuição da responsabilidade pelo valor da condenação; e, (ii) no caso de superveniências ativas, sobre quem fará jus aos efeitos positivos do incremento do ativo.

- Venda Estratégica. Já participamos também de algumas situações, em que o fundo pretendia vender sua participação, porém o empresário ainda não queria realizar a venda, criando obstáculos quando do surgimento de um terceiro interessado na aquisição da totalidade da participação societária da companhia.

Fato é que, independentemente do motivo, o surgimento de conflitos societários acaba por destruir valor na empresa. E certamente não é esse o interesse dos empresários, que dedicaram seus esforços pessoais (em um ambiente hostil como o cenário empresarial no Brasil) para a consecução de um empreendimento, nem do fundo de private equity, que justamente investe em determinada empresa para obter os retornos decorrentes de sua valorização. Assim, é importante sempre buscar o equilíbrio entre os interesses de ambas as partes, evitando o surgimento de conflitos.

#### 4. Como evitar os conflitos?

Existem algumas estratégias jurídicas para buscar mitigar os conflitos mediante a inserção de determinadas cláusulas e condições que, uma vez bem acordadas e redigidas, poderão evitar uma disputa, preservar a empresa e possibilitar um retorno do investimento.

Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira explicam:

A experiência mostra que quando se instala um estado de conflagração entre os sócios, e mesmo que haja entre eles um acionista majoritário, a sociedade sofre diretamente as consequências dos combates. Com muito mais preocupação deve ser visto o caso em que se chega a um impasse (imaginem-se a hipótese, que não é rara, de dois sócios em dissenso, cada qual titular de metade do capital votante), o qual pode, como alerta PINTO FURTADO, (1993, p. 134), bloquear a atividade social, o que, tradicionalmente, servia de causa à dissolução da sociedade. Ora, como lembra o próprio autor luso, essa solução é de todo

inconveniente, pelo que o recurso ao Judiciário constitui o meio possível de permitir que a companhia cumpra o seu fim social (PINTO FURTADO, ob. cit., p. 134-135)<sup>23</sup>”

Inúmeras são as hipóteses que podem colocar o fundo de private equity e os empresários em situação de conflito. A fim de mitigar esses conflitos, as partes devem negociar mecanismos de governança, evitando, assim, desgaste na relação societária entre eles. Trataremos abaixo de algumas cláusulas importantes que poderão auxiliar para que o fundo de private equity e o empresário tenham condições de realizar um negócio, já prevendo a alocação de risco para eventuais conflitos que possam surgir.

Como não interessa nem aos empresários, nem ao fundo de private equity, muito menos à própria companhia, depender de uma decisão de um Tribunal Arbitral, é natural que as partes procurem estabelecer mecanismos que mitiguem os riscos de conflitos, ou que prevejam formas de solucioná-los de maneira célere e eficiente. Vejamos algumas perguntas para as quais já tivemos que buscar solução, a fim de possibilitar o ingresso de um fundo de private equity em uma empresa familiar.

**a) O que ocorre quando não houver consenso entre os sócios na decisão de uma matéria estrategicamente relevante?**

De um modo geral, o acordo de acionistas lista matérias estrategicamente relevantes para a companhia, que para serem aprovadas, dependem do voto afirmativo de um dos sócios ou de seus representantes no âmbito do conselho de administração. Deve-se evitar que seja declarado impasse, buscando antes o envolvimento de um mediador para opinar sobre a questão ou o encaminhamento da questão para os executivos mais seniores de cada parte para que tentem negociar a melhor solução para a matéria em questão. Entretanto, caso seja declarado um impasse, pode-se adotar dois mecanismos de solução: (i) solução de continuidade; e (ii) solução de divórcio.

Na solução de continuidade, busca-se manter a continuidade dos sócios na empresa. Para este fim, pode ser estabelecido, por exemplo, cláusulas que estabeleçam a constituição de um comitê independente para decidir sobre o impasse, vinculando as partes, ou a criação de um conselho de administração com membros independentes.

---

<sup>23</sup> LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Direito das Companhias. 2ª edição atualizada e reformulada. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 695.



Na solução de divórcio, busca-se encontrar uma saída para terminar com o desalinhamento dos sócios, de forma a ocasionar a separação entre eles. Sem a intenção de esgotar o assunto, temos, dentre os mecanismos possíveis:

- Shot gun. Uma das situações possíveis de solução de impasse é a criação de opções de compra e venda da participação societária. Assim, diante de uma situação de impasse, uma das partes poderá apresentar um valor à(s) outra(s) partes, que, por sua vez, decidirá(ão) se, pelo valor apresentado, adquirirá(ão) a participação societária do ofertante, ou venderá(ão) a ele participação societária da qual seja ele titular.
- Venda da empresa. Diante de um impasse, a solução estabelecida no contrato pode ser a venda da empresa. Os acionistas buscarão, mediante a contratação de um assessor financeiro, um terceiro interessado em adquirir a empresa e promoverão todo o processo para alienação integral da participação societária, o que envolverá avaliação da empresa, due diligence e negociação do contrato com o terceiro que vier a adquirir a empresa.

**b) E se um sócio não quiser vender a participação? Como o fundo pode garantir sua liquidez caso queira alienar a sua participação?**

O fundo de private equity realiza seus investimentos para, posteriormente, realizar o desinvestimento, auferindo os resultados da valorização da empresa investida. Por isso, é importante que os contratos de aquisição prevejam mecanismos que garantam a liquidez necessária ao fundo de private equity.

Quando o fundo de private equity busca compradores, pode receber propostas de aquisição de 100% da empresa. Ocorre que, nessa hipótese, ele necessitaria da concordância dos demais acionistas, ou perderia a oportunidade de venda. Assim, uma das formas de assegurar o desinvestimento nesses casos, é estipular cláusula de drag along.

A cláusula de drag along estabelece a obrigação de venda conjunta de participação societária, em caso do surgimento de um terceiro interessado para aquisição da empresa. Caso um dos acionistas pretenda alienar sua participação societária, poderá obrigar os demais sócios a vender as respectivas participações societárias ao mesmo adquirente, nas mesmas condições.

Com isso, garante-se, principalmente ao fundo de private equity, a saída da empresa mesmo em situações em que somente tenham surgido potenciais interessados em adquirir a integralidade das ações de

emissão daquela empresa. Para que o empresário tenha segurança de que não será obrigado a vender por qualquer preço, sugere-se que seja estabelecido um preço mínimo para aplicação da cláusula de drag along.

**c) Se um dos sócios quiser vender a participação, mas não existir interesse dos demais sócios em ser sócio do terceiro adquirente?**

Em caso de alienação de participação societária, os acionistas remanescentes têm uma natural preocupação com o ingresso de terceiros na sociedade, necessitando de disposições contratuais que lhes tragam alguma proteção.

Dentre os mecanismos de proteção dos acionistas remanescentes, podemos destacar os seguintes:

- Direito de preferência. Caso um acionista receba, de um terceiro, uma proposta para vender as ações de sua propriedade, deverá oferecer as ações aos demais acionistas, nas mesmas condições propostas pelo terceiro. Os demais acionistas terão preferência para adquirir a participação societária do acionista que recebeu a proposta para vender suas ações. Esse mecanismo poderia afetar negativamente a liquidez buscada pelo fundo de private equity, na medida em que afasta potenciais interessados que, eventualmente, dispenderão tempo e recursos para, no momento da aquisição, serem preteridos em razão do exercício do direito de preferência pelos demais acionistas.
- Direito de Primeira Oferta (*Right of First Offer*). Caso um acionista pretenda alienar a participação societária, deverá inicialmente oferecer aos demais acionistas. Caso os demais acionistas não queiram adquirir a participação societária detida pelo ofertante, ele poderá oferecer a terceiros e realizar livremente a venda, pelo mesmo ou maior valor que aquele proposto aos demais acionistas. No Direito de Primeira Oferta, portanto, o fundo acaba tendo maior liquidez, na medida em que quando oferecer a participação societária a terceiros, já terá ultrapassado sua obrigação com os demais acionistas e não dependerá deles para concluir a operação.
- Tag Along. A cláusula de tag along estabelece o direito de venda conjunta de participação societária. Em outras palavras, caso um dos acionistas aliene a participação societária da qual seja titular, o beneficiário da cláusula de tag along terá o direito de alienar, para o mesmo adquirente, a participação societária da qual seja titular, pelo mesmo preço e nas mesmas

condições. Esse mecanismo também pode afetar negativamente a liquidez buscada pelo fundo de private equity, porque obriga que o potencial comprador tenha disponibilidade para adquirir a participação societária detida pelos demais acionistas. Já vimos situações em que a cláusula de tag along foi estabelecida de forma recíproca entre as partes, bem como situações em que apenas o fundo detinha essa prerrogativa.

## **5. Conclusão**

No ambiente societário brasileiro, é natural que os fundos de private equity acabem identificando empresas familiares como boas oportunidades de investimento. E, para que essa possibilidade se concretize em um negócio vantajoso para todas as partes envolvidas, é necessário que exista um prévio alinhamento entre os empresários e o fundo de private equity, assim como o estabelecimento de mecanismos aptos a impedir eventuais conflitos societários, ou a mitigar os seus efeitos.

Por isso, quando se negocia a entrada de um fundo de private equity em uma empresa familiar é importante negociar um acordo de sócios efetivo a fim de prevenir e solucionar problemas que possam surgir entre os sócios. No momento em que se negocia o investimento do fundo de private equity em uma empresa familiar, deve-se fazer um exercício imaginativo, tentando prever as principais situações possíveis de desalinhamento entre empresários e o fundo de private equity, e as melhores formas de equacioná-las.

