

DOI: 10.33242/rbdc.2020.03.007

NOTAS SOBRE O ENQUADRAMENTO DA CLÁUSULA *EARN OUT* NA TEORIA GERAL DO CONTRATO DE COMPRA E VENDA

NOTES ON THE FRAMEWORK OF THE EARN OUT CLAUSE IN THE GENERAL THEORY OF THE PURCHASE AND SALE AGREEMENT

Fábio Siebeneichler de Andrade

Professor Titular de Direito Civil da Faculdade de Direito da PUCRS.
Professor do Programa de Pós-Graduação em Direito da PUCRS. Doutor em Direito
pela Universidade de Regensburg – Alemanha. Advogado em Porto Alegre.

Resumo: O presente texto versa sobre a definição de cláusula *earn out* e sua inserção na teoria geral do contrato de compra e venda. Em essência, pretende-se examinar os principais aspectos desse tipo de cláusula contratual. Inicialmente, examina-se a estrutura da cláusula, mediante o estudo dos seus elementos essenciais. Na segunda parte do artigo, o foco está nas questões relativas ao adimplemento da cláusula *earn out*.

Palavras-chave: Cláusula *earn out*. Compra e venda. Teoria do contrato.

Abstract: This text aims to define the *earn out* clause and its insertion in the general theory of the purchase and sale contract. In essence, it is intended to examine the main aspects of this type of contractual clause. Initially, the structure of the clause is examined, by studying its essential elements. In the second part of the article, the focus is on issues related to the fulfillment of the *earn out* clause.

Keywords: *Earn out*. Sale agreement. Contract theory.

Sumário: Introdução – **1** A estrutura da cláusula *earn out* – **2** O cumprimento da cláusula *earn out* – Conclusão

Introdução

Na prática contratual, nos seus diversos aspectos, é frequente o recurso a cláusulas decorrentes do direito anglo-americano. No direito societário, especialmente no

que concerne ao setor de fusões e aquisições, uma das cláusulas mais recorrentes a serem utilizadas pelas partes consiste na cláusula *earn out*.¹

O habitat natural da cláusula de *earn out* situa-se no contrato de aquisição ou de cessão de participação social: trata-se do negócio pelo qual uma parte vende e a outra adquire ações ou quotas de determinada sociedade.²

Trata-se, em essência, de um contrato de compra e venda no qual o objeto do negócio jurídico celebrado entre as partes será a participação societária em determinada empresa. Cuidando-se, portanto, de um contrato de compra e venda, é certo que um dos elementos nucleares do pacto firmado pelas partes será o preço, nos termos do ajuste a ser devidamente configurado.

Tendo em vista a premissa acima indicada, em se tratando de cláusula de preço, incidem na matéria os pressupostos básicos fixados na legislação – nacional e de outros ordenamentos – sobre o tema. Em princípio, como expressa o art. 482 do Código Civil brasileiro, há de haver consenso para a fixação do preço, de modo que o vendedor e o comprador devem acertar-se acerca do valor da participação acionária. Esta circunstância implica que, como premissa, há de haver uma estimativa sobre o valor da sociedade a ser adquirida.

Se a sociedade tiver suas ações em bolsa, isto implica dizer que as tratativas a serem estabelecidas pelas partes acerca do valor do pagamento terão por base as cotações do mercado, o que propicia a elas uma estimativa, que deverá nortear suas negociações.

Desse modo, o trabalho tem por base a análise das sociedades que não estão cotadas em bolsa, razão pela qual a fixação do preço apresenta a dificuldade de não existir um instrumento preciso para a indicação do seu valor.

Nesse quadro, é certo que as partes poderão, ainda na fase das tratativas, realizar procedimentos para obter a maior quantidade de informações acerca do valor da empresa objeto da negociação.

Na realidade, a realização da *due diligence investigation* –³ mais um termo anglo-americano incorporado à nossa praxe contratual – decorre da noção corrente

¹ Ver, por exemplo, MESTRE, Jacques; RODA, Jean Christophe. *Les principales clauses des contrats d'affaires*. Paris: Lextenso, 2011. p. 285 e ss.; MAZEAUD, Denis; BOFFA, Romain; BLANC, Nathalie. *Dictionnaire du contrat*. Paris: LGDJ, 2018. p. 164; SANGIOVANI, Valerio. *Contratto di cessione di partecipazione sociale e clause sul prezzo*. 2011. Disponível em: https://www.researchgate.net/publication/216761208_Contratto_di_cessione_di_partecipazione_sociale_e_clause_sul_prezzo. Acesso em: 23 abr. 2020; DONDERO, Bruno. *Le prix dans les cessions de droit sociaux*. *Revue de Jurisprudence commerciale*, Paris, 2013. p. 1 e ss.

² Ver, por exemplo, SANGIOVANI, Valerio. *Contratto di cessione di partecipazione sociale e clause sul prezzo*. 2011. Disponível em: https://www.researchgate.net/publication/216761208_Contratto_di_cessione_di_partecipazione_sociale_e_clause_sul_prezzo. Acesso em: 23 abr. 2020. p. 1161.

³ Ver a respeito, por exemplo, FRANCIOSI, Laura M. *Trattative e due diligence – Tra culpa in contrahendo e contratto*. Milano: Giuffrè, 2009. p. 309 e ss.; BONNITTA, Jonathan; CORQUODALE, Robert. *The concept of due diligence in the UN Guidance Principles*. *The European Journal of International Law*, v. 28, 2017. p. 899 e ss.; HÖRMANN, Jens. *Die Due diligence beim Unternehmenskauf, Festschrift zum zehnjährigen Bestehen von P+P Pöhlth + Partners*. Berlin: Beck, 2008. p. 135 e ss.

no direito anglo-saxão no que concerne à matéria societária: *caveat emptor*⁴ Em linhas gerais, o vendedor não estaria obrigado a revelar questões concernentes à sua empresa, de modo que é dever do comprador estar atento, “de olhos abertos”, na verificação da realidade da empresa a ser adquirida. Assim, configura-se como um dever para o comprador, no período antecedente às aquisições societárias empresariais, proceder à análise da empresa em todos os seus possíveis aspectos, como exemplo, trabalhistas, fiscais, relações cíveis, de consumo, questões ambientais.⁵

Além disso, em harmonia com o referido acima, é certo que o procedimento de *due diligence* servirá para o exame do ativo da sociedade, o que contribuirá, ainda que de forma aproximativa, para a fixação do valor da sociedade e do preço.

Nesse contexto, abre-se para o comprador a possibilidade de não somente propor o valor da quantia a ser paga, como também o pagamento do preço de forma fixa. Nessa hipótese, o preço será desde logo determinado. Esta circunstância ocorre, em geral, nos casos em que o preço a ser pago não é muito elevado, ou quando não há dificuldades maiores para a estipulação do valor da sociedade.⁶

O tema do presente artigo compreende, porém, uma situação específica do contrato de compra e venda de participação societária: trata-se, como afirmado, da cláusula *earn out*, que corresponde aos casos em que o preço de aquisição será determinável, de sorte que o vendedor poderá receber (*earn*) importâncias pela alienação da sociedade após a transferência do controle societário, ou seja, quando ele estiver “fora” (*out*) da empresa.

Assim, cumpre, ainda que de forma sintética, apresentar o tema em duas partes: a primeira quanto à estrutura da referida cláusula (I); a segunda relativa à fase do adimplemento, decorrente precisamente da sua utilização (II). Ressalta-se que o objetivo central do trabalho compreende o enquadramento da cláusula quanto à teoria geral do contrato, a fim de verificar se a sua formulação jurídica bem como os problemas relativos à sua execução podem ser situados em harmonia com a temática geral do contrato em um ordenamento de *civil law*, como é o caso do direito civil brasileiro. Nesses termos, cumpre também explicitar que o presente texto não tem como objetivo examinar outros pontos de interesse relativos à matéria, como exemplo, as suas eventuais consequências na esfera da responsabilidade civil, nem mesmo questões tributárias a ela referentes.

⁴ Nesse sentido, HÖRMANN, Jens. *Die Due diligence beim Unternehmenskauf, Festschrift zum zehnjährigen Bestehen von P+P Pölath + Partners*. Berlin: Beck, 2008. p. 139.

⁵ A respeito ver, por exemplo, BONNITCHA, Jonathan; CORQUODALE, Robert. The concept of due diligence in the UN Guidance Principles. *The European Journal of International Law*, v. 28, 2017. p. 899.

⁶ Nesse sentido, SANGIOVANI, Valerio. *Contratto di cessione di partecipazione sociale e clausole sul prezzo*. 2011. Disponível em: https://www.researchgate.net/publication/216761208_Contratto_di_cessione_di_partecipazione_sociale_e_clausole_sul_prezzo. Acesso em: 23 abr. 2020. p. 1162.

1 A estrutura da cláusula *earn out*

Conforme acima indicado, a cláusula *earn out* consiste na disposição pela qual as partes em um contrato de cessão de cotas estabelecem que uma parte do preço será paga *a posteriori*, a partir da ocorrência de circunstâncias futuras, relacionadas ao resultado futuro da sociedade.

Trata-se, portanto, de uma disposição que, ao menos em certos casos no direito brasileiro, é denominada a partir desta noção: pagamentos de ganhos futuros condicionados.

A sua finalidade precípua consiste em permitir o ajustamento do preço – elemento essencial do contrato de compra e venda – para as situações que, no momento da aquisição, não apresentam as condições de determinar com exatidão o valor efetivo da compra.

Normalmente, seu campo de aplicação incide em situações que apresentam uma álea, um traço de imponderabilidade, uma incerteza relativamente ao valor da sociedade.⁷ Um exemplo representativo nesse sentido consiste nas hipóteses de aquisição de sociedades novas, promissoras, que não possuem, porém, uma perspectiva segura de resultados,⁸ o que implica um fator de insegurança para o comprador.

A fim de equacionar esse conflito de interesses e superar a incerteza que se estabelece especialmente para o comprador quanto ao valor da sociedade objeto de aquisição, formula-se, portanto, um regime jurídico para o valor de pagamento, que terá, normalmente, a seguinte estrutura: uma importância inicial, o chamado preço básico de aquisição, acompanhado de uma cifra potencial variável, geralmente condicionada a metas ajustadas pelas partes.

Observa-se, aqui, que o tema não abrange, propriamente, o problema de assimetria de informações entre as partes do contrato de aquisição, comprador e o vendedor, mas, sim, a questão de superar o elemento de indeterminação que acomete preponderantemente o comprador relativamente ao valor efetivo da sociedade.⁹

A cláusula *earn out* constitui, portanto, um dos tópicos nucleares do contrato celebrado, a ser concretizado posteriormente à conclusão, na medida em que

⁷ Sobre o tema ver, por exemplo, SEHGAL, Anshul. *The concept of earnout in merger and acquisition transactions*. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2365020>. Acesso em: 23 abr. 2020.

⁸ Ver, por exemplo, MESTRE, Jacques; RODA, Jean Christophe. *Les principales clauses des contrats d'affaires*. Paris: Lextenso, 2011. p. 285.

⁹ A respeito ver, por exemplo, SEHGAL, Anshul. *The concept of earnout in merger and acquisition transactions*. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2365020>. Acesso em: 23 abr. 2020. p. 9; QUINN, Brian. Putting your money where your mouth is: the performance of earnouts in corporate acquisitions. *University of Cincinnati Law Review*, v. 81, 2013. p. 136 e ss.

envolve disposição sobre o elemento essencial do negócio, a cláusula de preço,¹⁰ estabelecendo o seu pagamento para momento futuro, quando se acertará o pagamento do valor adicional estipulado pelas partes.

Um exemplo comum de resultado disposto na cláusula *earn out* será a obtenção de determinado valor de faturamento, ou lucro, a ser alcançado em determinado período, sobre o qual será estabelecido um percentual a ser destinado para o vendedor. Pode-se também condicionar o pagamento do valor adicional à concretização de determinadas circunstâncias, como a vitória em uma licitação ou concorrência ou a obtenção de um importante contrato de fornecimento de produto ou serviço relativo à sociedade adquirida.¹¹

A fim de diminuir o risco para o vendedor, que poderá ficar sem qualquer remuneração adicional caso a meta estabelecida não seja alcançada, normalmente se indica, igualmente, um objetivo subsidiário de resultado, em um patamar menor, o que implicará o pagamento de uma quantia inferior pelo comprador.

Nesse contexto, cumpre aqui indicar que cabe ao vendedor sustentar, ao propor a redação da cláusula e seus dispositivos, que exista um patamar mínimo de remuneração, enquanto o comprador deve se ocupar com o estabelecimento de um valor máximo de remuneração adicional ao vendedor – cuida-se dos denominados *caps and floors* da cláusula contratual.

Esta previsão de objetivos normalmente está vinculada a determinado plano escalonado, em que se indicam momentos temporais para a demarcação do período de incidência e verificação de resultados, com a consequente incidência do dever de pagamento – é o que se denomina na linguagem negocial específica vinculada à matéria de *trigger event*.

Do ponto de vista do direito civil brasileiro, verifica-se que esta estrutura da cláusula *earn out* corresponde, como anteriormente acenado, a uma situação de valor determinável do preço, prevista no art. 487, do Código Civil,¹² que estatui a possibilidade de as partes estabelecerem o preço com base em parâmetros objetivos.¹³

¹⁰ Sobre a relevância do tema do valor da transação, ver, por exemplo, GILSON, Ronald J. Value creation by business lawyers: legal skills and asset pricing. *Yale Law Review*, v. 94, 1984, p. 255.

¹¹ Sobre o tema ver, por exemplo, BONELLI, Franco. Acquisizioni di società e di pacchetti azionari di riferimenti: le garanzie del venditore. *Dir. comm. internaz.*, v. 21, 2007, p. 293.

¹² “Art. 487. É lícito às partes fixar o preço em função de índices ou parâmetros, desde que suscetíveis de objetiva determinação” (BRASIL. *Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002*. Institui o Código Civil. Brasília, 2002. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/l10406.htm. Acesso em: 23 abr. 2020).

¹³ Sobre o tema ver, por exemplo, LOBO, Paulo Luiz Netto. *Comentários ao Código Civil*. São Paulo: Saraiva, 2003. p. 44 e ss.

Observe-se que, relativamente à permissão de as partes disporem que o preço será determinado após a celebração do contrato – em um momento futuro –, o direito brasileiro, no aludido art. 487, exige expressamente que os critérios para a referida fixação devam ser objetivos.

Cumpre, portanto, evitar a utilização de critérios estipulativos baseados em metas marcadas por noções subjetivas, capazes de macular a cláusula elaborada pelas partes. Do mesmo modo, há que se evitar a redação de disposições ou referências imprecisas que conduzam à conclusão posterior de que, na verdade, a cláusula de preço apresenta-se como indeterminável,¹⁴ em face da impossibilidade de configurar um critério lógico para sua fixação.¹⁵ A respeito, explícita a máxima do direito francês: “se não há preço, não há venda” (*si l'on n'a pas de prix, il n'y a pas de vente*).¹⁶

Faz-se mister, em suma, não somente a adoção de metodologias de cálculo verificáveis, como também a estipulação da definição acerca dos conceitos contábeis empregados – como exemplo a noção de caixa, de lucros, de impostos –, a fim de se evitar litígios na fase do adimplemento, ou mesmo disputas relativas à necessidade de liquidação dos valores na fase processual, o que pode eternizar a cobrança dos valores.¹⁷

Sobre este ponto, cabe mencionar, a título de exemplo, que um critério normalmente utilizado para averiguar a rentabilidade da empresa objeto do contrato é o *Ebitda* (*Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*), isto é, “lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização”. Trata-se, portanto, de um indicativo contábil, empregado pelas partes para mensurar o desempenho econômico da sociedade, que se mostra, em princípio, confiável para a parte

¹⁴ Sobre o tema no direito francês, ver, por exemplo, MAZEAUD, Denis; BOFFA, Romain; BLANC, Nathalie. *Dictionnaire du contrat*. Paris: LGDJ, 2018. p. 162 e ss.; DONDERO, Bruno. Le prix dans les cessions de droit sociaux. *Révue de Jurisprudence commerciale*, Paris, 2013. p. 1-5.

¹⁵ Sobre esta temática, a jurisprudência francesa reputou determinável a cláusula que fazia menção à complementação do preço mediante apenas o valor real da empresa (*valeur réelle de l'entreprise*) e a evolução dos resultados (*évolution des résultats*). Cf. a seguinte decisão da jurisprudência francesa: Cass Com. 10.03.1998, n. 96-10168; Bulletin civ 1999 IV, n. 99, citado por MAZEAUD, Denis; BOFFA, Romain; BLANC, Nathalie. *Dictionnaire du contrat*. Paris: LGDJ, 2018. p. 162 e ss.; DONDERO, Bruno. Le prix dans les cessions de droit sociaux. *Révue de Jurisprudence commerciale*, Paris, 2013. p. 163.

¹⁶ Cf. DONDERO, Bruno. Le prix dans les cessions de droit sociaux. *Révue de Jurisprudence commerciale*, Paris, 2013. p. 5.

¹⁷ Exemplo nesse sentido encontra-se na discussão acerca da necessidade de liquidação, por força de ausência de certeza, da seguinte fórmula constante de contrato: “P5 = [(LL2015 + LS2015) x M x 50% x 15%]”, em que “LL2015” corresponde ao lucro líquido recorrente auditado da corretora, relativo ao período de 1º de janeiro a 31 de dezembro de 2015, e “LS2015” corresponde à parcela do *leasing* quitado, relativo ao período de 1º de janeiro a 31 de dezembro de 2015, somado ao saldo remanescente que será quitado no decorrer dos exercícios seguintes. Em decisão proferida pelo Tribunal de Justiça de São Paulo, considerou-se que a referida fórmula, pela sua objetividade e explicitação do conteúdo dos termos, era passível de execução direta (TJSP. Agravo de Instrumento nº 2154755-89.2016.8.26.0000. Rel. Des. Hamid Bdine, j. 27.10.2016).

vendedora – uma vez que indica o lucro antes de deduções –, a fim de restringir eventuais medidas do comprador para diminuir ou mesmo subtrair o valor adicional a ser pago previsto na cláusula *earn out*.

Muito embora possa-se também aceitar que o preço seja estipulado por terceiro, como prevê o Código Civil brasileiro, no art. 485,¹⁸ trata-se de possibilidade pouco comum nesse tipo de disposição, que privilegia o recurso – como dito acima – a índices ou critérios contábeis ou financeiros.

Cabe acrescentar que, em princípio, a configuração da cláusula *earn out* está vinculada às situações em que o vendedor permanece na administração da sociedade alienada, normalmente por um período estabelecido, tendo, portanto, a capacidade de conduzir a empresa a fim de atender aos objetivos e resultados indicados como fatores para o pagamento do valor adicional estipulado.

Examinados, assim, os principais pontos da estrutura da cláusula *earn out*, cumpre passar à segunda parte, relativamente ao tema do seu cumprimento.

2 O cumprimento da cláusula *earn out*

Conforme foi referido introdutoriamente, a razão essencial para a existência de uma cláusula *earn out* decorre da necessidade de as partes fixarem parte do preço da aquisição da sociedade, objeto do contrato de compra e venda por elas celebrado, para um momento posterior à celebração do negócio aquisitivo.

Na linguagem utilizada comumente pelas partes neste tipo de contratação, há o que se denomina *closing*, sendo então estipulados deveres para as partes que se processam em um momento posterior a ele.

É certo que o pagamento do valor adicional estabelecido na cláusula *earn out* não será o único tópico estabelecido pelas partes para momento posterior: normalmente são previstas garantias, como é o caso da cláusula sobre *Escrow account*, mecanismo igualmente comum neste tipo de negócio, que se desenvolve posteriormente ao *closing*, ao fechamento do negócio, a fim de salvaguardar o comprador acerca do surgimento de riscos, posteriores à compra e venda, que possam elevar o passivo da empresa adquirida.¹⁹

¹⁸ “Art. 485. A fixação do preço pode ser deixada ao arbítrio de terceiro, que os contratantes logo designarem ou prometerem designar. Se o terceiro não aceitar a incumbência, ficará sem efeito o contrato, salvo quando acordarem os contratantes designar outra pessoa” (BRASIL. *Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002*. Institui o Código Civil. Brasília, 2002. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406.htm. Acesso em: 23 abr. 2020).

¹⁹ Sobre o tema ver, por exemplo, BENATTI, Francesca. L'Escrow tra fattispecie e disciplina. In: GRANIERI, Massimiliano; UBERTAZZI, Tommaso Maria (Coord.). *Le Garanzie Speciali nei rapporti commerciali*. Bologna: [s.n.], 2017. p. 239 e ss.

Observe-se que a referência ao mecanismo de *Escrow account* possui estreita conexão com o tema da cláusula *earn out*, na medida em que se poderá estipular que o preço adicional seja desde logo depositado na conta de garantia, normalmente aberta em uma instituição financeira, a fim de assegurar o vendedor de que não serão necessárias *démarches* adicionais para obter a quantia complementar do preço.

Ocorre, porém, que a cláusula de *earn out* constitui, efetivamente, o ponto nuclear do contrato a ser desenvolvido posteriormente ao *closing*, na medida em que envolve a superação da questão central do contrato que foi fixada, propositamente, para momento posterior: trata-se de saber se se configurará o pagamento do valor adicional estipulado pelas partes.²⁰

Nesse contexto, tendo as partes optado pelo adiamento do valor de aquisição da sociedade, não somente para um momento posterior, como também mediante o estabelecimento de condições, a fase de adimplemento constitui-se em um ponto delicado da relação negocial e obrigacional estabelecida entre as partes.

Com efeito, a questão central quanto ao valor da sociedade, objeto de tensão entre as partes na fase das tratativas, deverá ser, no momento do termo estabelecido entre elas, objeto de operacionalização.

Muito embora as questões relativas ao adimplemento de cláusulas *earn out* não recebam extrema visibilidade no direito brasileiro – e mesmo em outros ordenamentos, na medida em que são comumente objeto de arbitragem e, portanto, não são objeto de publicidade –, a doutrina relativa à matéria aponta, quanto à sua operacionalidade, distintos problemas.²¹

Em primeiro lugar, uma questão que surge decorre do comportamento do comprador de pretender evitar o efetivo pagamento dos valores estipulados no dispositivo contratual.

Nesse sentido, uma disputa acerca das condutas contratuais pode surgir, na medida em que o comprador, novo adquirente da sociedade, pode adotar estratégias para evitar o alcance dos resultados estipulados ou mesmo que esses objetivos não se concretizem no período fixado no contrato.

²⁰ Sobre o tema ver GILSON, Ronald J. Value creation by business lawyers: legal skills and asset pricing. *Yale Law Review*, v. 94, 1984. p. 262 e ss.

²¹ Ver, por exemplo, SEHGAL, Anshul. *The concept of earnout in merger and acquisition transactions*. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2365020>. Acesso em: 23 abr. 2020. p. 10; KOHERS, Ninon; ANG, James. Earnouts in Mergers. Agreeing to disagree and agreeing to stay. *The Journal of Business*, v. 73, 2000. p. 445 e ss.; MESTRE, Jacques; RODA, Jean Christophe. *Les principales clauses des contrats d'affaires*. Paris: Lextenso, 2011. p. 289.

Nesse contexto, o princípio da boa-fé, previsto no direito brasileiro no art. 422, do Código Civil,²² possui um papel expressivo, a fim de que se evitem condutas contrárias a um padrão aceitável no meio negocial.²³

Observe-se, porém, que a concepção de que a partir do princípio da boa-fé poder-se-ia construir deveres para a conduta do comprador pode se deparar com orientações restritivas.

No direito brasileiro, por exemplo, a reforma da legislação sobre o tema da interpretação contratual – adotada em 2019 a partir da Lei de Liberdade Econômica – reconheceu a possibilidade de que as partes estabeleçam regras específicas para a interpretação contratual.²⁴ Nesse contexto, havendo autonomia das partes quanto à escolha de critérios destinados à interpretação de determinada disposição contratual, muito embora não se possa desde logo considerar que se admita a exclusão da boa-fé como critério interpretativo, pode-se ponderar que as partes tenham liberdade para restringir o âmbito hermenêutico dado à boa-fé, excluindo expressamente a concepção cooperativa ou solidária do princípio.²⁵

Nesses termos, pode-se conceber que no contrato sobrevenha disposição eximindo o comprador de um potencial dever de colaborar com o vendedor para que a sociedade alcance os objetivos pretendidos, que, como se viu, será a condição para o pagamento do valor adicional. O tema vincula-se, precipuamente, à questão debatida no direito americano acerca do *fair dealing* e da presunção de comportamento de acordo com a boa-fé pelas partes.²⁶

É certo que a matéria não é de fácil deslinde – e mesmo ultrapassa os limites do objetivo do presente trabalho. Incidem, por exemplo, no tema, noções

²² “Art. 422. Os contratantes são obrigados a guardar, assim na conclusão do contrato, como em sua execução, os princípios de probidade e boa-fé” (BRASIL. *Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002*. Institui o Código Civil. Brasília, 2002. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406.htm. Acesso em: 23 abr. 2020).

²³ Ver, por exemplo, COUTO E SILVA, Clóvis. *A obrigação como processo*. São Paulo: José Buschatsky: 1976. p. 120 e ss.; AZEVEDO, Antônio Junqueira de. O princípio da boa fé nos contratos. *Revista CEJ*, v. 3, n. 9, 1999. p. 40 e ss.; JALUZOT, Beatrice. *La Bonne Foi dans les Contrats*. Paris: Dalloz, 2001; ZIMMERMANN, Reinhard; WHITACKER, Simon. *Good Faith in European Contract Law*. Cambridge: Cambridge University Press, 2000; PIRAINO, Fabrizio. *La Buona Fede in Senso Oggettivo*. Torino: G. Giappichelli, 2015. p. 8 e ss.

²⁴ “Art. 113. [...] §2º As partes poderão livremente pactuar regras de interpretação, de preenchimento de lacunas e de integração dos negócios jurídicos diversas daquelas previstas em lei” (BRASIL. *Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002*. Institui o Código Civil. Brasília, 2002. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406.htm. Acesso em: 23 abr. 2020).

²⁵ Ver a respeito, por exemplo, D’ANGELO, Andrea; MONATERI, Pier Giuseppe; SOMMA, Alessandro. *Buona Fede e giustizia contrattuale*. Torino: G. Giappichelli, 2005. p. 127 e ss.

²⁶ Sobre a questão dos “implied convenat of good Faith and fair dealing” ver, por exemplo, MACMAHON, Paul. Good faith and fair dealing as an underenforced legal norm. *Minnesota Legal Review*, 2015. p. 2051 e ss.; O’BYRNE, Shannon. The implied term of good faith and fair dealing: recent developments. *The Canadian Bar Review*, v. 86, 2007, p. 186 e ss.; PILEGGI, Francis. *Supreme Court Explains the Implied Covenant of Good Faith and Fair Dealing*. 2019. Disponível em: www.delawarelitigation.com/2019/articles. Acesso em: 23 abr. 2020.

específicas da matéria societária, como é o caso da regra do *business judgment*, que, precisamente, privilegia, *prima facie*, o julgamento, a tomada de decisões dos administradores, reconhecendo-os como favoráveis à economia da sociedade, desde que considerados o *duty of care* e o *duty of loyalty*.²⁷

Ainda no que concerne a esse tópico específico do direito societário, há que se fazer menção, no direito brasileiro, ao art. 159, §6º, da Lei das Sociedades Anônimas,²⁸ que contempla, *mutatis mutandis*, regra análoga ao *business judgment rule* para o direito brasileiro.²⁹

Relativamente à interpretação de cláusulas contratuais, há que se considerar ainda que os usos e costumes, bem como a prática contratual, desempenham um papel extremamente relevante para a orientação judicial e para os árbitros. A este respeito, cumpre, ao menos para o direito brasileiro, observar o disposto no art. 113, II, do Código Civil, que estabelece explicitamente a análise dos usos e costumes como critério interpretativo pelo juiz. Desse modo, dever-se-á analisar, conforme a atividade, se a conduta do comprador estava conforme a expectativa.

Além disso, faz-se mister referir uma problemática que aparece sobretudo no direito francês,³⁰ que considera nula a cláusula *earn out* quando as partes infringem a vedação às condições puramente potestativas, contida no art. 1304-2, do Código Civil francês,³¹ estabelecendo disposições de cunho subjetivo, vinculadas à intenção exclusiva de uma das partes, apenas.

Cuida-se de problemática também disciplinada pelo direito brasileiro – e em outros ordenamentos –, em que igualmente se reconhece a distinção entre a condição simplesmente potestativa e a puramente potestativa,³² nos termos do art. 122, do Código Civil, a sanção de nulidade.³³

²⁷ Sobre o tema ver, por exemplo, PARGENDLER, Mariana. Responsabilidade civil dos administradores e business judgment rule. *Revista dos Tribunais*, v. 953, 2015. p. 51 e ss.

²⁸ “Art. 159. [...] §6º O juiz poderá reconhecer a exclusão da responsabilidade do administrador, se convencido de que este agiu de boa-fé e visando ao interesse da companhia” (BRASIL. *Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Dispõe sobre as sociedades por ações. Brasília, 1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm. Acesso em: 23 abr. 2020).

²⁹ Sobre a concretização desse preceito e suas particularidades no direito societário brasileiro, ver, por exemplo, PARGENDLER, Mariana. Responsabilidade civil dos administradores e business judgment rule. *Revista dos Tribunais*, v. 953, 2015. p. 51 e ss.

³⁰ MAZEAUD, Denis; BOFFA, Romain; BLANC, Nathalie. *Dictionnaire du contrat*. Paris: LGDJ, 2018. p. 163.

³¹ “Est nulle l’obligation contractée sous une condition dont la réalisation dépend de la seule volonté du débiteur. Cette nullité ne peut être invoquée lorsque l’obligation a été exécutée en connaissance de cause” (em tradução livre: “É nula a obrigação contratada sob uma condição cuja realização depende da vontade exclusiva do devedor. Esta nulidade somente pode ser invocada quando a prestação for realizada em conhecimento de causa”).

³² Sobre o tema da condição ver, por exemplo, AZEVEDO, Antonio Junqueira de. *Negócio jurídico*. São Paulo: Saraiva, 2002. p. 49 e ss.; JAUERNIG, Othmar. *BGB Kommentar*. Munique: Beck Verlag, 2014. p. 124.

³³ Sobre o tema no âmbito da jurisprudência do STJ, a ementa é do seguinte teor: “Direito Civil. Contrato entre agremiações de futebol. Venda de passe de jogador. Cláusula condicionada a efeito futuro.

Em essência, a questão concerne à temática de fixação dos objetivos a serem atingidos pela sociedade em sua nova gestão, a fim de evitar o máximo possível certos riscos para a eficácia da cláusula – e para sua execução: a avaliação das metas a serem alcançadas não pode ficar vinculada à vontade exclusiva de uma das partes, em especial, o comprador, seja diretamente a ele, ou por meio de um representante, que por seu único e exclusivo arbítrio poderá ditar que elas foram atingidas.³⁴

Nesse sentido, o mais prudente e adequado será ressaltar a objetividade dos critérios indicados, para auditar se os citados objetivos determinados na cláusula *earn out* foram efetivamente atingidos, a fim de evitar a mácula de cláusula potestativa pura e a consequente sanção de nulidade.

Observe-se, ainda, que, relativamente ao tema do pagamento de valores submetidos à incidência de condição, o direito brasileiro possui regra específica, contida no art. 332, do Código Civil.³⁵

Em segundo lugar, há que se ter atenção, na fase de adimplemento, com a possibilidade de manipulações, que podem surgir, por força dos interesses contrapostos das partes, que foram transferidos do momento da conclusão para a fase do adimplemento.

Quanto ao vendedor, em princípio, em face da estrutura da cláusula *earn out*, ele, em geral, permanece atuando como administrador durante o período estabelecido para o pagamento do valor adicional. Nessa circunstância, em que o contrato lhe outorga a oportunidade de dirigir a sociedade, há o risco de que ele tente maximizar os resultados financeiros no curto prazo, a fim de receber o valor adicional estabelecido. Cumpre assegurar ao comprador, portanto, a possibilidade de exercer um modo de participação e de auditar os resultados decorrentes dessa fase.

No que concerne ao comprador, há que se ter a premissa de que, mediante a cláusula *earn out*, propiciou-se a ele não somente a postergação do pagamento

Potestatividade. I - Cláusula contratual que condiciona a realização de negócio futuro à vontade e ao ilimitado arbítrio de apenas uma das partes é potestativa e, por isso, não goza de respaldo no direito positivo pátrio (Art. 115 do Cód. Civil). II - Não tem efeito jurídico, em vista de encerrar condição puramente potestativa, a cláusula contratual que, na cessão de passe do jogador de futebol, confere excessivos poderes ao cessionário, em prejuízo do cedente. Recurso provido" (STJ, 4ª T. REsp nº 291.631-SP. Rel. Min. Castro Filho, j. 4.10.2001).

³⁴ Sobre o tema, por exemplo, a seguinte decisão: Cass. 1ª civ., 20.03.2014, n. 12-28133, citada por MAZEAUD, Denis; BOFFA, Romain; BLANC, Nathalie. *Dictionnaire du contrat*. Paris: LGDJ, 2018. p. 163: a corte reputou puramente potestativa, e consequentemente nula, a disposição contratual que previa a compensação entre as importâncias devidas pelo cessionário ao cedente, muito embora a concordância deste fosse exigida.

³⁵ "Art. 332. As obrigações condicionais cumprem-se na data do implemento da condição, cabendo ao credor a prova de que deste teve ciência o devedor" (BRASIL. *Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002*. Institui o Código Civil. Brasília, 2002. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406.htm. Acesso em: 23 abr. 2020).

do valor adicional originariamente pretendido pelo vendedor, como também que o adiamento do preço fosse condicionado à obtenção de determinados resultados especificados na disposição contratual. Há que se ter presente, porém, que o comprador pode adotar estratégias para diminuir o desempenho econômico da sociedade adquirida, ao menos no período previsto para o pagamento do valor adicional.

Além disso, considerando que a estrutura da cláusula *earn out* outorga a oportunidade ao vendedor de participar da administração, há que se atentar, igualmente, para a situação em que o comprador pretenda retirar o vendedor da administração, revogando o seu mandato,³⁶ de forma unilateral, imputando, por exemplo, a conduta de falta grave ou de configuração de conflito de interesses.³⁷ A fim de dificultar essa possibilidade, que poderá acarretar graves prejuízos ao vendedor,³⁸ cumpre delimitar as situações passíveis de exclusão e os eventuais poderes do comprador no período previsto para o pagamento do preço adicional.

³⁶ Exemplo significativo nesse sentido vislumbra-se na seguinte decisão do TJSP, em que se discutiu se a procuração outorgada pelo presidente da companhia, parte vendedora em contrato de participação societária, poderia ser afastado pelo mandatário, detentor de procuração: “Ação declaratória de inexistência e, subsidiariamente, de nulidade de ato de renúncia a cargo de direção em companhia, efetivado por mandatário em nome de seu mandante. Formulação, ainda, de pedido indenizatório. Sentença de procedência. Apelação dos réus. Ausência de poderes específicos na procuração outorgada pelo apelado ao apelante para renúncia ao cargo ocupado pelo primeiro na sociedade apelante. Nulidade do ato corretamente proclamada pela sentença. Dano patrimonial causado ao apelado pela utilização ilícita da procuração por ele outorgada, devendo ser reparado pela cabível indenização” (TJSP. Apelação nº 1090689-40.2018.8.26.0100. Rel. Des. Francisco Loureiro, j. 29.1.2020).

³⁷ Uma questão exemplificativa nesse sentido vislumbra-se na seguinte decisão do TJSP: “AÇÃO CAUTELAR - Ação cautelar preparatória de procedimento arbitral. Contrato de cessão de quotas sociais, com cláusula condicionando parte expressiva do preço a condições suspensivas de performance da sociedade (*earn outs*). Antigo sócio demitido da nova sociedade que pede acesso a documentos, com o escopo de acompanhamento dos atos de administração da empresa e verificação do implemento ou da frustração da condição suspensiva. Dúvida fundada sobre a possibilidade de concorrência desleal, uma vez que o próprio contrato de cessão de quotas já previa a cisão da empresa e a permanência do antigo sócio, ora agravado, em determinadas atividades ligadas ao ramo médico. Solução dada pela decisão agravada que se mostra equilibrada e somente permite o acesso do antigo sócio a contratos já celebrados, com prazo razoável. Recurso improvido” (TJSP. Agravo de Instrumento nº 0092230-13.2013.8.26.0000. Rel. Des. Francisco Loureiro, j. 17.6.2013).

³⁸ Ver, por exemplo, a seguinte decisão do TJSP, em que se permitiu o uso de medidas cautelares por parte de administrador afastado, por justa causa, a fim de manter a viabilidade de recebimento de parcelas do preço variável previsto: “AÇÃO CAUTELAR. Cláusula compromissória. Cessão da totalidade das quotas sociais pelo requerente às requeridas (Quota Purchase Agreement). Requeridas que se comprometeram a assumir todo o passivo da pessoa jurídica Medlab, da ordem de 19 milhões de reais, bem como de pagar aos requerentes ‘*earn outs*’, caso fossem atingidas as metas propostas para a empresa, entre os anos de 2011 a 2016. Requerente que, mesmo após cessão das quotas, permaneceu em posição importante na empresa, até ser demitido recentemente sem justa causa. Subordinação da composição do preço das quotas ao atingimento de metas de faturamento e de lucro que conferem ao requerente o direito de acompanhar as atividades da empresa. Admite-se o ajuizamento de ação cautelar perante o Estado-juiz, até o momento da instituição do Tribunal Arbitral, como meio de evitar dano de difícil reparação. Medida cautelar que visa apenas evitar o perecimento do direito eventual de recebimento de ‘*earn outs*’ dos requeridos. Situação de urgência que demanda intervenção do Judiciário para assegurar o resultado útil

A respeito, cumpre referir que, para o direito francês, cláusulas que estabeleçam que o vendedor somente receba o valor adicional de preço na hipótese de permanecer na administração da companhia, associadas à disposição que o alienante possa ser retirado dessa situação por vontade unilateral do comprador, podem ser qualificadas como potestativas e, portanto, declaradas nulas.³⁹

Por fim, cumpre destacar ser salutar o estabelecimento de um mecanismo que assegure ao vendedor a disponibilidade do recebimento do preço adicional.⁴⁰ Afinal, no caso, como o pagamento normalmente está previsto para um período bastante posterior à celebração do contrato – em geral de dois a três anos –, pode sobrevir um cenário – natural ou artificial – de falta de liquidez ao vendedor.

Nesse contexto, a previsão de que o valor complementar já se encontre depositado em uma *Escrow account* apresenta-se como um instrumento potencial de proteção ao vendedor, na medida em que poderá, em princípio, contar com a disponibilidade da importância na conta já existente junto à instituição financeira escolhida pelas partes. Para esta situação, cumpre que seja estabelecida uma situação reversa: no caso de incidência dos eventos que sirvam de gatilho para o pagamento do valor adicional (*trigger events*), possa o vendedor exigir a liberação dos valores adicionais já depositados junto à instituição financeira.

Conclusão

A cláusula *earn out* corresponde a uma efetiva necessidade de um dos setores mais profícuos da vida societária. Ela se insere como um mecanismo capaz de resolver uma questão central dos contratos de participação societária: a indeterminação do preço de compra.

Tendo em vista que, em inúmeras situações do dinâmico mercado de compra e venda de aquisições societárias, as partes não possuem as condições plenas para determinar desde logo o preço certo a ser pago, adota-se um instrumento de

do processo. Condição suspensiva disposta na cláusula 3.1.2 que subordina a composição do preço a evento futuro e incerto de determinado faturamento. Ao autor deve ser atribuída a possibilidade de praticar atos destinados à conservação do direito eventual de recebimento dos 'earn outs'. Recurso provido, para afastar o indeferimento da inicial e para conceder aos requerentes ordem liminar, garantindo-lhes o direito de fiscalizar os atos e decisões da sociedade, a fim de aferir suposta conduta da requerida com o propósito de frustrar o implemento da condição suspensiva. Recurso provido" (TJSP. Apelação nº 0125493-61.2012.8.26.0100. Rel. Des. Francisco Loureiro, j. 2.10.2012).

³⁹ Nesse sentido, MAZEAUD, Denis; BOFFA, Romain; BLANC, Nathalie. *Dictionnaire du contrat*. Paris: LGDJ, 2018. p. 162 e ss.; DONDERO, Bruno. Le prix dans les cessions de droit sociaux. *Revue de Jurisprudence commerciale*, Paris, 2013. p. 163.

⁴⁰ Ver, por exemplo, SANGIOVANI, Valerio. *Contratto di cessione di partecipazione sociale e clausole sul prezzo*. 2011. Disponível em: https://www.researchgate.net/publication/216761208_Contratto_di_cessione_di_partecipazione_sociale_e_clausole_sul_prezzo. Acesso em: 23 abr. 2020. p. 1168 e ss.

postergação da fixação do valor, a fim de dirimir a incerteza existente e permitir a viabilização do negócio pretendido pelas partes.

Nesse sentido, conforme se dispôs na primeira parte do trabalho, a cláusula de *earn out* se enquadra dentro da teoria clássica do contrato de compra e venda como um dispositivo de determinação de preço por parâmetros, ou objetivos, conjugado com uma condição suspensiva.

Trata-se, em essência, igualmente, de disposição de execução diferida no tempo, na medida em que as partes concordam que o eventual valor adicional pela participação societária será pago em momento posterior ao da celebração do contrato.

Cuida-se, porém, de uma cláusula que apresenta riscos para as partes, especialmente para o vendedor, quando se alcança o momento do seu adimplemento. Dá-se a possibilidade que se desenvolvam conflitos entre o comprador e o vendedor, pois ambos, de forma latente, possuem interesses contrapostos, que não foram efetivamente resolvidos – apenas adiados.

Não se pode afastar a ocorrência de formas de manipulação: que o vendedor procure, por exemplo, aumentar os resultados financeiros da sociedade em curto prazo, a fim de receber os valores adicionais; da mesma forma, apresenta-se o risco de o comprador pretender interferir no desempenho inicial da sociedade, a fim de impedir a concretização dos gatilhos de eventos programados.

Nesse contexto, a solução possível consiste em propiciar mecanismos contratuais transparentes e consistentes, dotados de “garantias”, no sentido de prever controles para que os riscos acima apontados não se realizem.

Além disso, é certo que a cláusula de *earn out* deve ser associada ao estabelecimento de um dispositivo apto à resolução de conflitos que possam eventualmente espocar entre as partes.

Muito embora os riscos potencialmente existentes e a circunstância de a sua estrutura decorrer de uma construção presente no mundo negocial anglo-saxão, em que se delinearam os contratos de participação societária, há que se reiterar a sua plena compatibilidade com a teoria contratual civil presente no ordenamento brasileiro e na *civil law*, o que demonstra a sua capacidade de responder aos desenvolvimentos dados ao campo contratual no terreno dos contratos empresariais.

Informação bibliográfica deste texto, conforme a NBR 6023:2018 da Associação Brasileira de Normas Técnicas (ABNT):

ANDRADE, Fábio Siebeneichler de. Notas sobre o enquadramento da cláusula *earn out* na teoria geral do contrato de compra e venda. *Revista Brasileira de Direito Civil – RBDCivil*, Belo Horizonte, v. 25, p. 141-154, jul./set. 2020.

Recebido em: 01.06.2020

1º parecer em: 15.06.2020

2º parecer em: 06.08.2020