

A CLÁUSULA DE *EARN-OUT* (PARCELA CONTINGENTE DO PREÇO) EM AQUISIÇÕES DE EMPRESAS NO DIREITO BRASILEIRO

EARN OUT CLAUSES IN M&A TRANSACTIONS UNDER BRAZILIAN LAW

André Nunes Conti¹

Marcelo Vieira Von Adamek²

¹ Doutorando e Mestre (*LL.M.*) em Direito pela Faculdade de Direito da Ludwig-Maximilians-Universität de Munique. Advogado em São Paulo.

² Doutor e Mestre em Direito Comercial pela Faculdade de Direito da USP. Professor Doutor do Departamento de Direito Comercial da Faculdade de Direito da USP. Advogado em São Paulo.

RESUMO

Este artigo apresenta a disciplina jurídica da cláusula de *earn out* no direito brasileiro sob a perspectiva das soluções que se podem apresentar às disputas que dela decorrem. Esses problemas são principalmente, de um lado, a exata determinação dos eventos condicionantes de que depende o pagamento da parcela contingente do preço e, de outro, a determinação dos direitos e deveres do alienante e do adquirente durante e ao fim do período de *earn out*. As soluções para esses problemas podem ser obtidas a partir de duas premissas teóricas sobre as cláusulas de *earn out*. A primeira delas é que sua função juridicamente relevante está na redução dos riscos de avaliação da sociedade-alvo através da vinculação da determinação do montante do preço a informações futuras, sendo secundárias, em relação a essa, outras funções também exercidas pela cláusula. E a segunda premissa é sua qualificação como negócio parciário. Considerando essa função e essa natureza das cláusulas de *earn out*, é possível estabelecer claras diretrizes para sua interpretação, bem como para a definição dos deveres fiduciários e dos direitos de fiscalização e prestação de contas que delas decorrem.

PALAVRAS-CHAVE

Earn out – parcela contingente do preço – cláusulas de M&A – aquisições de empresas.

SUMÁRIO

Introdução. 1. Função de redução dos riscos de avaliação da sociedade-alvo. 2. Natureza de negócio parciário. 3. Determinação dos eventos condicionantes em vista da função de redução dos riscos de avaliação da sociedade-alvo. 3.1. Problemas na determinação dos eventos condicionantes. 4.2. Soluções para a determinação dos eventos condicionantes. 4. Determinação dos deveres e direitos das partes em vista da natureza de negócio parciário. 4.1. Deveres fiduciários da parte encarregada da gestão. 4.2. Direitos de fiscalização e prestação de contas da parte não encarregada da gestão. Conclusão. Referências.

REFERÊNCIA: ADAMEK, Marcelo Vieira Von; CONTI, André Nunes. A cláusula de *earn-out* (parcela contingente do preço) em aquisições de empresas no direito brasileiro. *Res Severa Verum Gaudium*, v. 8, n. 2, Porto Alegre, p. 04-25, mai. 2024.

INTRODUÇÃO

Em contratos de aquisição de empresas, a cláusula de *earn out* sujeita uma parcela do preço de aquisição a condição suspensiva ligada a certos resultados futuros da sociedade-alvo definidos, no mais das vezes, por metas financeiras ou operacionais relativas a determinado período de tempo.³

ABSTRACT

This paper outlines the legal framework of earn out clauses in Brazilian law from the perspective of the solutions that can be presented to the disputes arising from them. These problems are mainly, on the one hand, the exact determination of the conditioning events on which the payment of the contingent portion of the price depends and, on the other hand, the determination of the rights and duties of the seller and the buyer during and at the end of the earn out period. The solutions to these problems can be obtained from two theoretical premises about earn out clauses. The first is that their legally relevant function is to reduce the valuation risks of the target company by linking the determination of the amount of the price to future information, with other functions also performed by the clause being secondary to this. And the second premise is that it qualifies as a partnership deal. Considering this function and nature of earn out clauses, it is possible to establish clear guidelines for their interpretation, as well as for the definition of fiduciary duties and rights of supervision and accountability that derive from them.

KEYWORDS

Earn out – contingent price – M&A clauses – mergers and acquisitions.

³ Cf. PIVA, Luciano Zordan. *O earn-out na compra e venda de empresas*. São Paulo: Quartier Latin, 2019, pp. 85-86; MARTINS-COSTA, Judith. Contrato de Cessão e Transferência de quotas. Acordo de Sócios. Pactuação de Parcela variável do Preço Contratual Denominada Earn Out. Características e Função ('Causa Objetiva') do Earn Out. Parecer, *In*: RArb 42 (2014), § 1; BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. *Compra e venda de*

A doutrina, além disso, costuma qualificar como cláusula de *earn out* não apenas a sujeição de uma parcela do preço a condição suspensiva (*earn out* positivo), mas também a sujeição de uma parcela do preço a condição resolutiva, ou a sujeição de uma obrigação do alienante de restituir uma parcela do preço a condição suspensiva (*earn out* negativo).⁴ A diferença relevante entre as modalidades positiva e a negativa está no ônus de “correr atrás da parcela contingente”, isto é, no ônus alegar e provar em juízo o implemento da condição: no *earn out* positivo, o ônus é do alienante, ao passo que, no *earn out* negativo, ele é do adquirente. Bem vistas as coisas, um *earn out* negativo equivale à prestação de declarações e garantias de fatos posteriores ao *closing* atrelada a uma cláusula de ajuste de preço (condição resolutiva de parcela do preço) ou a uma cláusula de indenidade (cláusula penal que, por estar vinculada a obrigação de garantia, equipara-se nos seus efeitos a uma condição suspensiva da

participações societárias de controle, São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 222; ARAGÃO, Paulo Cezar. *Obrigações vinculadas à cláusula de earn-out prevista no contrato*, In: GOUVÊA, Carlos Portugal, PARGENDLER, Mariana; LEVI-MINZI, Maurizio. *Fusões e Aquisições: Pareceres*, São Paulo: Almedina, 2022, p. 350; MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. A cláusula de earn-out na aquisição de sociedades: Solução ou postergação do problema? In: CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de; AZEVEDO, Luis André; HENRIQUES, Marcus de Freitas Henriques. *Direito societário, mercado de capitais, arbitragem e outros temas: Homenagem a Nelson Eizirik*, São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 979, nt. 6; GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz. Mecanismos de ajuste de preço (I): a cláusula de “earn-out” à luz da boa-fé objetiva, In: AGIRE 47 (2023), p. 1; ANDRADE, Fábio Siebeneichler de. Notas sobre o enquadramento da cláusula earn out na teoria geral do contrato de compra e venda, In: RBDCivil 25 (2020), p. 144; RIBEIRO, Gustavo Pires. As cláusulas de earn-out e a mediação, In: RBADR 6 (2021), p. 115. Cf. na jurisprudência: TJSP, Ap. 125493-61.2012.8.26.0100, 1ª Câmara, Dir. Emp., rel. Des. Francisco Loureiro, v.u., j. 02.10.2012. A diferença entre a condição que caracteriza o *earn out* e as condições precedentes normalmente estipuladas no contrato de aquisição da empresa está em que, no *earn out*, apenas parte do preço, e não todo o regramento contratual, fica condicionado (cf. BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. *Compra e venda de participações societárias de controle*, São Paulo: Quartier Latin, 2018, pp. 218-219). Em qualquer caso, é essencial para a validade de uma cláusula de *earn out* que a obrigação condicionada seja a obrigação do adquirente de pagar o preço (ou uma obrigação do alienante de restituir o preço), e não uma obrigação da sociedade-alvo de pagar certo valor ao alienante. Uma tal obrigação da sociedade-alvo de remunerar o alienante no âmbito do contrato de aquisição (que, na prática, é estipulada com alguma frequência) configura negociação com os próprios títulos de participação, constitui uma atribuição patrimonial da sociedade a benefício do sócio alienante e, como tal, é vedada pelas regras de vinculação patrimonial, sendo nula uma disposição contratual que a preveja.

⁴ Cf. PIVA, Luciano Zordan. *O earn-out na compra e venda de empresas*, São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 86; BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. *Compra e venda de participações societárias de controle*, São Paulo: Quartier Latin, 2018, pp. 217-218; e MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. A cláusula de earn-out na aquisição de sociedades: Solução ou postergação do problema? In: CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de, AZEVEDO, Luis André e HENRIQUES, Marcus de Freitas Henriques. *Direito societário, mercado de capitais, arbitragem e outros temas: Homenagem a Nelson Eizirik*, São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 979. A sujeição do preço a condição suspensiva ou resolutiva é possível porque, nesse caso, o preço segue sendo determinável por parâmetros objetivos (CC, arts. 123, III, e 487), cf. ANDRADE, Fábio Siebeneichler de. Notas sobre o enquadramento da cláusula earn out na teoria geral do contrato de compra e venda, In: RBDCivil 25 (2020), p. 145. Além disso, pelo art. 332 do Código Civil, o *earn out* só é devido na data do implemento da condição, de modo que a parcela nele estipulada é devida por seu valor nominal, não incidindo correção monetária durante o período de *earn out*, a menos que as partes convencionem o contrário.

obrigação de restituir parte do preço).⁵ No entanto, considerando que os problemas práticos que se apresentam nesses casos de declarações e garantias de fatos posteriores ao *closing* definidos por metas financeiras ou operacionais relativas a determinado período de tempo equivalem, em boa medida, aos problemas que se apresentam nas hipóteses de *earn out* positivo, convém tratar de todos eles conjuntamente, considerando como *earn out* em sentido estrito apenas a modalidade positiva, mas como *earn out* em sentido amplo também a modalidade negativa, que corresponde a certas manifestações de cláusulas de ajuste de preço ou indenidade.

Muito mais relevante do que essa, porém, é a distinção que se deve fazer entre as constelações da cláusula de *earn out* em que o alienante permanece na gestão da sociedade-alvo (com um cargo na diretoria ou conselho de administração, ou através de um acordo de sócios, com a permanência do alienante como sócio minoritário)⁶ e as constelações em que ele não permanece na gestão. Há uma escala progressiva entre os dois extremos de gestão completa e gestão totalmente ausente, com graus intermediários de influência mais ou menos determinante do alienante sobre a sociedade-alvo. E é possível que o alienante fique de início encarregado da gestão, mas seja dela destituído antes do término do período de *earn out*, seja por previsão de um prazo, seja pela estipulação de uma cláusula *kick out*, pela qual o adquirente tem o direito de retirar o alienante da administração da sociedade-alvo na hipótese de verificação de certos parâmetros negativos de desempenho ao longo do período de *earn out*⁷ ou da ocorrência de outros eventos de destituição por justa causa. A depender de se e em que medida o alienante permanece envolvido na gestão da sociedade-alvo, os problemas que a cláusula de *earn out* pode suscitar são estruturalmente diferentes.

Contudo, apesar das diferenças estruturais entre essas possíveis constelações da cláusula, com ou sem a gestão do alienante, faz sentido tratar ambas as hipóteses como manifestações de uma mesma espécie de cláusula, pois em ambas se manifesta aquilo que é uma mesma principal função econômica e uma mesma qualificação dogmática. Com efeito,

⁵ Cf. a respeito da possibilidade de declarações e garantias de fatos futuros, bem como a respeito das cláusulas de ajuste de preço e de indenidade, ADAMEK, Marcelo Vieira von; e CONTI, André Nunes. *A cláusula de declarações e garantias em aquisições de empresas no direito brasileiro*, São Paulo: RT, 2024, n° IV-3, pp. 79-80; n° V-20 e segs., pp. 106 e segs.; e n° V-24 e segs., pp. 108 e segs.

⁶ Cf. PIVA, Luciano Zordan. *O earn-out na compra e venda de empresas*, São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 119; e BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. *Compra e venda de participações societárias de controle*, São Paulo: Quartier Latin, 2018, pp. 219-220.

⁷ Cf. ALVES, Daniel Rodrigues. *Determinabilidade, negociação e elaboração das cláusulas de preço contingente (earn-out) nas operações de compra e venda de participação societária ou de estabelecimento e análise de conflitos à luz do princípio da boa-fé objetiva*. 2016. Dissertação (Mestrado em Direito) – Escola de Direito de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2016, p. 53.

em qualquer de suas manifestações, a principal função econômica da cláusula de *earn out* está na redução dos riscos de avaliação da sociedade-alvo, e em qualquer de suas manifestações pode ser qualificada como negócio parciário. Com base nessa função (2) e nessa qualificação dogmática (3), respectivamente, é possível apresentar claras diretrizes para a solução dos principais problemas jurídicos que as cláusulas de *earn out* suscitam na prática, isto é, a determinação dos eventos que condicionam a parcela contingente do preço (4) e a determinação dos direitos e deveres das partes ao longo e no fim do período de *earn out* (5).

1 FUNÇÃO DE REDUÇÃO DOS RISCOS DE AVALIAÇÃO DA SOCIEDADE-ALVO

A cláusula de *earn out* tem sua principal função econômica na redução dos riscos de avaliação da sociedade-alvo. De forma geral, risco é a falta de informação no momento da tomada de decisão, e o *earn out* é uma forma de fazer com que a determinação do montante do preço dependa de informações que, por serem futuras, não estão ainda à disposição das partes no momento do *signing*, mas estarão após o *closing*. Assim, evitando que as partes precisem tomar no momento do *signing* uma decisão concreta quanto ao exato montante do preço antes de dispor dessas informações futuras, o *earn out* efetivamente reduz o risco de avaliação da sociedade-alvo, isto é, o risco de que se estipule um preço que não corresponde ao valor da sociedade-alvo (determinado por critérios que dependem do seu potencial de desempenho).⁸ Essa diminuição do risco de avaliação da sociedade-alvo é obtida através de um aumento do risco de que o alienante receba menos do que espera receber ou, pelo menos, do risco de que seja para ele necessário um complexo e custoso litígio para a obtenção do restante do preço.

É por causa dessa substituição entre riscos do alienante e do adquirente que as cláusulas de *earn out* se mostram convenientes quando o alienante, mas não o adquirente, está seguro de que as informações futuras sobre a sociedade-alvo corresponderão a certas expectativas atuais.⁹ Justamente essa situação verifica-se com frequência, na prática, nos casos em que a avaliação da sociedade-alvo, em virtude da escassez de informações, está

⁸ Cf. MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. *A cláusula de earn-out na aquisição de sociedades: Solução ou postergação do problema?* In: CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de; AZEVEDO, Luis André; HENRIQUES, Marcus de Freitas Henriques. *Direito societário, mercado de capitais, arbitragem e outros temas: Homenagem a Nelson Eizirik*, São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 982.

⁹ Cf. BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. *Compra e venda de participações societárias de controle*, São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 216; GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz. *Mecanismos de ajuste de preço (I): a cláusula de “earn-out” à luz da boa-fé objetiva*, In: AGIRE 47 (2023), p. 1; e HILGARD, Mark. *Earn-Out-Klauseln beim Unternehmenskauf*, In: BB 48 (2010), p. 2.912.

sujeita a incertezas particularmente relevantes, como em *start-ups*¹⁰, em empresas que acabam de desenvolver um novo produto ou serviço e ainda têm poucas informações sobre sua ressonância no mercado¹¹ e, de forma geral, em operações de *private equity*.¹²

Como é evidente, há também uma série de outras funções que a cláusula de *earn out* pode desempenhar na aquisição de empresas, mas suas outras funções são tipicamente secundárias em relação à função de redução dos riscos de avaliação da sociedade-alvo.¹³

Assim, por exemplo, a cláusula de *earn out* pode servir para que o financiamento da parte contingente do preço fique atrelado ao lucro do próprio empreendimento (na medida em que regularmente distribuído ao adquirente), dispensando o adquirente de parte da necessidade de obter outras fontes para financiar a aquisição. No entanto, esse efeito muitas vezes é substancialmente neutralizado pela exigência, do alienante ou de terceiros que financiam a parcela fixa do preço, de que se assegure desde o princípio o financiamento da parcela contingente do preço ou, pelo menos, de que se prestem garantias do seu pagamento.¹⁴ Além disso, se fosse essa a principal intenção das partes, elas poderiam simplesmente sujeitar uma parcela do preço a termo.

Também se menciona como uma importante função do *earn out*, nos casos em que o alienante permanece encarregado da gestão da sociedade-alvo, o aproveitamento do seu conhecimento e da sua experiência para assegurar a manutenção do valor durante o período inicial após a transferência da empresa ao adquirente. Contudo, essa função atine apenas às constelações em que o alienante permanece encarregado da gestão da sociedade-alvo, e se fosse essa a principal intenção das partes, elas poderiam acordar simplesmente um contrato de administração com suficientes incentivos vinculados à performance futura da empresa, sem precisar prever esses incentivos especificamente como uma parcela do preço de aquisição.

¹⁰ Cf. PIVA, Luciano Zordan. *O earn-out na compra e venda de empresas*, São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 97; e ANDRADE, Fábio Siebeneichler de. *Notas sobre o enquadramento da cláusula earn out na teoria geral do contrato de compra e venda*, In: RBDCivil 25 (2020), p. 144.

¹¹ Cf. GRÖGER, Heide, In: HÖLTERS, Wolfgang (org.). *Handbuch Unternehmenskauf*, 10. ed. Köln: Otto Schmidt, 2022, n° 5.103; HILGARD, Mark. *Earn-Out-Klauseln beim Unternehmenskauf*, In: BB 48 (2010), p. 2.913; e BAUMS, Theodor. *Ergebnisabhängige Preisvereinbarungen in Unternehmenskaufverträgen* (“*earn-outs*”), in: DB 25 (1993), p. 1.273.

¹² Cf. PIVA, Luciano Zordan. *O earn-out na compra e venda de empresas*, São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 98.

¹³ Cf. MARTINS-COSTA, Judith. Contrato de Cessão e Transferência de quotas. Acordo de Sócios. Pactuação de Parcela variável do Preço Contratual Denominada Earn Out. Características e Função (‘Causa Objetiva’) do Earn Out. Parecer, In: RArb 42 (2014), § 3.

¹⁴ Cf. BRAUNSCHWEIG, Philipp von. Vendor Loan, Rückbeteiligung und Earn-Out als aktuelle Finanzierungsalternativen bei Buy-Outs, in: *Der Betrieb* 13 (2010), pp. 713 e segs, § 5, n° 16; e NEUHAUS, Martin, in: KIEM, Roger (org.). *Kaufpreisregelungen beim Unternehmenskauf: Bewertung – Kaufpreisermittlung – Klauselgestaltung – Kaufpreisanpassung*, München: C. H. Beck, 2015, § 5, n° 16.

A sujeição de uma parcela do preço de aquisição a condição suspensiva ou resolutiva ligada aos resultados futuros da sociedade-alvo visa, especificamente, a assegurar a correspondência entre o preço e o valor da sociedade-alvo tal como aferível com base em informações futuras.

2 NATUREZA DE NEGÓCIO PARCIÁRIO

Além disso, a cláusula de *earn out* qualifica-se como negócio parciário.¹⁵ Isto é, sendo uma cláusula do contrato, não um negócio autônomo¹⁶, ela confere ao contrato de compra e venda de participações societárias um aspecto de negócio parciário no que se refere à parcela contingente do preço.

Como define Pontes de Miranda, “negócios jurídicos parciais são todos aqueles em que o objeto da contraprestação é parte dos lucros que obtenha o adquirente, com a aplicação que se colima”¹⁷, ou, de forma geral, são todos aqueles em que a contraprestação devida a uma parte é variável em função do ganho da contraparte, isto é, em que uma parte participa nos ganhos da outra.¹⁸

Por mais que os interesses das partes coincidam parcialmente, estando ambas interessadas no ganho de uma delas, seja pelo interesse direto no ganho, seja pelo impacto desse ganho na contraprestação, esse interesse coincidente não se erige em um fim comum¹⁹,

¹⁵ Cf. BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. *Compra e venda de participações societárias de controle*, São Paulo: Quartier Latin, 2018, pp. 231 e 234.

¹⁶ Cf. PIVA, Luciano Zordan. *O earn-out na compra e venda de empresas*, São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 91.

¹⁷ Cf. PIVA, Luciano Zordan. *O earn-out na compra e venda de empresas*, São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 91.

PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de direito privado*, t. XLV, São Paulo: RT, 2012, p. 295.

¹⁸ Cf. ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Sociedades em comum e contrato parciário: Traços distintivos* (parecer), In: ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Pareceres de direito societário – Direito empresarial contemporâneo*, São Paulo: Quartier Latin, 2023, pp. 662 e segs.; CARVALHO DE MENDONÇA, José Xavier. *Tratado de direito comercial brasileiro*, vol. 3, 5. ed. RJ: Freitas Bastos, 1958, n° 531, p. 25; e GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. *Direito de empresa*, 9. ed. São Paulo: RT, 2019, n° 72, p. 148. Na doutrina alemã, cf. WIEDEMANN, Herbert. *Gesellschaftsrecht*, vol. 2, München: C. H. Beck, 2004, p. 126.

¹⁹ Cf. “É pelos fins comuns que se distingue a sociedade dos negócios ou contratos parciais em que uma pessoa promete uma prestação a outra em troca de uma vantagem, como, *ex. gr.*, o escritor ou compositor que cede ao editor a composição da obra em troca de participação na venda” (PEREIRA, Caio Mario da Silva. *Instituições de direito civil*, vol. 3, 6. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1984, p. 308). Na concepção francesa, que dá relevo à ultrapassada noção de “*affectio societatis*” (ao invés de se ater ao “fim comum”), este seria o elemento diferenciador: “A *affectio societatis* é o elemento psicológico considerado decisivo para a caracterização do contrato, elemento que possibilita distingui-lo de figuras afins, como a parceria, a edição, certos contratos de trabalho e, de modo geral, os *contratos parciais*, nos quais, conforme noção pacífica, promete alguém

prevalecendo a oposição dos interesses fundamentais na prestação e na contraprestação, de modo que os contratos parciários são qualificáveis como contratos de intercâmbio com sinalagma direto. É dizer, a “cláusula de participação não gera sociedade”.²⁰ Por isso, o normal é que, nos negócios parciários, ao contrário do que ocorre nas sociedades, haja uma relação assimétrica entre as partes, em que uma delas, apesar de ter interesse legítimo no empreendimento, não necessariamente tem todos os direitos de decisão e fiscalização que têm sócios, mas ao mesmo tempo não necessariamente participa nas perdas do empreendimento.

Como os negócios parciários em geral, o *earn out* apresenta tanto um aspecto do sinalagma direto de contratos de intercâmbio, quanto um aspecto do sinalagma indireto de contratos de colaboração, prevalecendo, no entanto, o primeiro.²¹ Adquirente e alienante têm, em regra, interesses coincidentes no atingimento das metas do *earn out* – o primeiro, pelo interesse direto nos ganhos que, enquanto novo titular da empresa, daí lhe advêm; o segundo, pelo interesse no impacto desse ganho no montante do preço que lhe é devido. Esses interesses coincidentes, porém, não se erigem em verdadeiro fim comum, pois captam apenas um aspecto limitado do interesse do adquirente no desempenho da sociedade-alvo, de modo que, havendo discrepância entre o desempenho global da sociedade alvo, de um lado, e o aspecto limitado desse desempenho relevante para o *earn out*, de outro, os interesses do adquirente recairão sobre o primeiro (favorecendo o desempenho global à custa das metas do *earn out*), ao passo que os do alienante recairão sobre o segundo (favorecendo as metas do *earn out* à custa do desempenho global). Inclusive, é possível que essa oposição de interesses

determinadas prestações em troca de participação no que outrem venha a obter” (GOMES, Orlando. *Contratos*, 27. ed., Rio de Janeiro: Forense, 2019, p. 416).

²⁰ CARVALHO DE MENDONÇA, José Xavier. *Tratado de direito comercial brasileiro*, vol. 2, 6. ed., RJ: Freitas Bastos, 1957, n° 278, p. 254. Cf. também na jurisprudência: TJSP, Ap. 0036437-25.2009.8.26.019603, 1ª Câmara. Dir. Emp., rel. Des. Francisco Loureiro, v.u., j. 11.09.2014; TJSP, Ap. 1012010-25.2014.8.26.0566, 1ª Câmara. Dir. Emp., rel. Des. Francisco Loureiro, v.u., j. 19.10.2016; TJSP, Ap. 4013107-41.2013.8.26.0405, 1ª Câmara. Dir. Emp., rel. Des. Francisco Loureiro, v.u., j. 22.02.2016; e TJSP, Ap. 1010780-85.2014.8.26.0003, 1ª Câmara. Dir. Emp., rel. Des. Francisco Loureiro, v.u., j. 09.09.2015. Em especial, conferir o clássico acórdão TJSP, Ap. 77.032, 2ª Câmara. Civ., rel. Des. J. G. Rodrigues Alckmin, m.v., j. 02.10.1956, RT 261/177, confirmado em sede de embargos infringentes pelo acórdão TJSP, EI 77.032, 1º Grupo das Câmaras Cíveis, rel. Des. Dimas de Almeida, m.v., j. 11.02.1958, RT 276/205, e em cujo voto o relator, com precisão irretocável, observou: “A participação nos lucros não basta para que se configure sociedade [...]. Houve, no presente caso, um contrato atípico, que se relaciona com os chamados negócios parciários, ou contratos ‘por los cuales uno promete ciertas prestaciones a otro a cambio de una participación en las ganancias que obtenga éste’. Tais negócios parciários não se confundem com a sociedade, pois, neles, ‘ambas partes no se agrupan para la adquisición y ganancia comunes, sino que una de ellas hace la adquisición y la ganancia para sí sola, dando sólo una parte de las mismas a cambio de las prestaciones de la otra’, ‘esta otra parte... no tiene una participación en la empresa, ni tampoco una intervención en la misma, ni un derecho a fiscalizarla (no es ‘partícipe de la empresa’, sino sólo ‘copartícipe en la ganancia’)’”.

²¹ Cf. PIVA, Luciano Zordan. *O earn-out na compra e venda de empresas*, São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 94.

se manifeste de forma ainda mais clara nas hipóteses em que o adquirente, na verdade, tem pouco ou nenhum interesse real no desempenho da sociedade-alvo, como por exemplo quando a adquire apenas por motivos relacionados ao restante dos seus negócios, especialmente com o fim de retirar um concorrente do mercado. Nessa hipótese, os interesses do adquirente e do alienante são claramente contrapostos.

3 DETERMINAÇÃO DOS EVENTOS CONDICIONANTES EM VISTA DA FUNÇÃO DE REDUÇÃO DOS RISCOS DE AVALIAÇÃO DA SOCIEDADE-ALVO.

Um dos problemas mais relevantes que as cláusulas de *earn out* suscitam na prática é a exata determinação dos eventos que condicionam a parcela contingente do preço. A cláusula normalmente traz uma descrição mais ou menos detalhada das metas financeiras ou operacionais cujo atingimento corresponde ao implemento da condição, mas não é possível pré-excluir qualquer possibilidade de dúvida quanto a como se devem qualificar concretamente os fatos que por fim vêm a ocorrer e quanto a se esses fatos configuram ou não o atingimento das metas.

3.1 Problemas na determinação dos eventos condicionantes.

Uma vez que, conforme visto, a principal função da cláusula de *earn out* é a redução dos riscos de avaliação da sociedade-alvo, tende a ser contrária à comum intenção das partes a consideração, na determinação dos eventos condicionantes da parcela contingente do preço, de fatores aleatórios e pontuais, que em nada refletem o valor da sociedade enquanto potencial de geração de lucros.

Assim, por exemplo, tende a ser contrária à comum intenção das partes a consideração de fatos extraordinários passageiros. É comum que as partes estipulem expressamente que fatores dessa espécie não devem ser considerados para fins de verificação das metas do *earn out*, seja alterando o período de *earn out* para não abranger o tempo em que esses fatos se verificam, seja desconsiderando os reflexos financeiros desses fatos (como os custos ligados a certo fato extraordinário) na fórmula de cálculo da parcela contingente do preço. No entanto, mesmo quando as partes expressamente excluem a relevância desses fatos extraordinários, o problema volta a surgir no que se refere à interpretação estrita ou ampla da regra de exclusão. E quando as partes não excluem a sua relevância, surge o problema de

determinar se, apesar da falta de exclusão expressa, esses fatos devem ou não ser considerados.

Uma problemática semelhante diz respeito à manipulação contábil dos parâmetros relevantes por uma das partes em caso de *earn out* definido por metas financeiras. Assim, por exemplo, podem surgir dúvidas quanto a como lidar com uma alteração das regras contábeis da sociedade-alvo, ou de certo corpo de normas contábeis a que o contrato de aquisição remete, que venha a impactar os indicadores utilizados para o cálculo das metas financeiras previstas no *earn out*. Com frequência, as partes excluem expressamente no contrato a relevância de alterações dessa espécie, ou mesmo preveem detalhadamente as regras contábeis que devem ser aplicadas para o cálculo do *earn out*.²² No entanto, se não o fazem, é discutível se, a despeito da literalidade da cláusula, as alterações devem ou não ser consideradas, especialmente considerando que uma mera manobra contábil não corresponde, em regra, ao que as partes desejavam considerar como relevante para avaliar a sociedade-alvo.

Da mesma forma, podem suscitar um problema análogo elementos acessórios da cláusula de *earn out* que não têm ligação direta com a avaliação da sociedade-alvo. Assim, por exemplo, é possível que uma cláusula de *earn out* preveja que, além do atingimento das metas financeiras ou operacionais, também é necessária a permanência do alienante na administração da sociedade-alvo, sem que ele seja afastado por justa causa, durante todo o período de *earn out*, para que a parcela contingente do preço seja devida. Em alguns casos, as circunstâncias concretas podem tornar bastante questionável a relevância desses fatores para a determinação de se a parcela contingente do preço é ou não devida.²³

Além disso, apresentam-se na prática também outras espécies de problemas relacionados à exata determinação dos eventos que condicionam a parcela contingente do preço. Assim, é frequente que surjam dificuldades quanto à segregação entre os negócios da sociedade-alvo, de um lado, e o restante das operações do adquirente, de outro, para fins de aferição do atingimento das metas definidas em relação à sociedade-alvo. Em princípio, essa segregação é necessária e representa para o adquirente um ônus substancial durante o período

²² Cf. PIVA, Luciano Zordan. *O earn-out na compra e venda de empresas*, São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 104; e ALVES, Daniel Rodrigues. *Determinabilidade, negociação e elaboração das cláusulas de preço contingente (earn-out) nas operações de compra e venda de participação societária ou de estabelecimento e análise de conflitos à luz do princípio da boa-fé objetiva*. 2016. Dissertação (Mestrado em Direito) – Escola de Direito de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2016, p. 39.

²³ Cf. MARTINS-COSTA, Judith. *Contrato de Cessão e Transferência de quotas. Acordo de Sócios. Pactuação de Parcela variável do Preço Contratual Denominada Earn Out. Características e Função ('Causa Objetiva') do Earn Out*. Parecer, In: RArb 42 (2014), § 50 e segs.

de *earn out*, uma vez que pode atrasar os efeitos de sinergia por ele buscados com a aquisição.²⁴

Por fim, cabe mencionar também os problemas de *double dip* que frequentemente se apresentam quando um fato relevante para o cálculo do *earn out* já é abrangido por declarações e garantias vinculadas à cláusula de ajuste de preço, indenização ou indenidade. Com efeito, é comum que o alienante assuma declarações e garantias relativas a indicadores financeiros ou operacionais futuros²⁵, e que os mesmos indicadores sejam previstos na cláusula de *earn out*.

3.2 Soluções para a determinação dos eventos condicionantes.

Para solucionar esses problemas de determinação dos eventos que condicionam a parcela contingente do preço, deve-se recorrer, antes de mais nada, à interpretação ou, se o caso, à integração da cláusula de *earn out* pelos arts. 112 e 113 do Código Civil. Uma cláusula de *earn out* pode sofrer interpretação teleológica ou mesmo integração para, mesmo em contraste com sua literalidade, refletir a comum intenção das partes ou, na ausência de uma comum intenção específica, refletir o que corresponderia a uma negociação razoável consentânea com sua função econômica (CC, art. 113, § 1º, V).

Isso vale sempre que as partes não tenham derogado os arts. 112 e 113 do Código Civil através de uma cláusula de interpretação (CC, arts. 113, § 2º, e 421-A, I)²⁶, e vale por maior razão quando as partes estipulam uma cláusula determinando que a interpretação do contrato deve ser feita “*de maneira simples e de acordo com o sentido mais razoável*”. Além disso, embora a estipulação de parâmetros rígidos (como *thresholds* numéricos e datas certas) para a determinação das metas do *earn out* tenda a manifestar a intenção das partes de preferir a segurança jurídica à equidade, não se pode pré-excluir, nem mesmo nesses casos, a

²⁴ Cf. HILGARD, Mark. *Earn-Out-Klauseln beim Unternehmenskauf*, In: BB 48 (2010), p. 2.914; e KÖNIG, Thomas, In: Kiem, Roger (org.). *Kaufpreisregelungen beim Unternehmenskauf: Bewertung – Kaufpreisermittlung – Klauselgestaltung – Kaufpreisanpassung*, München: C. H. Beck, 2015, § 14, n° 24.

²⁵ Cf. HILGARD, Mark. *Earn-Out-Klauseln beim Unternehmenskauf*, in: BB 48 (2010), p. 2.917; e BAUMS, Theodor. *Ergebnisabhängige Preisvereinbarungen in Unternehmenskaufverträgen (“earn-outs”)*, in: DB 25 (1993), p. 1.273.

²⁶ Cf. CONTI, André Nunes. *Cláusulas de interpretação: A distribuição convencional dos riscos da língua*, In: ADAMEK, Marcelo Vieira von; MARINO, Francisco; SILVA FILHO, Osny da. *Cláusulas contratuais*, São Paulo: Almedina, 2024, n° 5; COELHO, Fábio Ulhoa. A interpretação dos negócios jurídicos após a lei das liberdades econômicas, In: CRUZ, André Santa et al. *Declaração de direitos de liberdade econômica – Comentários à Lei 13.874/2019*, Salvador: Juspodium, 2020, p. 431; e FORGIONI, Paula. *A interpretação dos negócios jurídicos II – alteração do art. 113 do Código Civil: art. 7º*, In: MARQUES NETO, Floriano Peixoto et al. *Comentários à Lei da Liberdade Econômica – Lei 13.874/2019*. São Paulo: RT, 2019, p. 385.

possibilidade de uma interpretação teleológica ou integração que se afaste em parte da literalidade da cláusula caso haja razões especialmente fortes para tanto. Inclusive, o fato de as consequências de pequenas divergências nos indicadores financeiros ou operacionais relevantes serem particularmente dramáticas quando se fixam parâmetros rígidos discretos, e não contínuos, deve ser levado em conta para determinar o que é uma interpretação acorde com os usos do mercado e com a racionalidade econômica das partes (CC, art. 113, § 1º, II e V).

De forma geral, como orientação para essa interpretação teleológica, deve-se ter em conta que o *earn out* tipicamente sujeita apenas uma parcela do preço²⁷, mas essa parcela contingente pode ser mais ou menos substancial em comparação com a parcela fixa, e, por via de regra, se pode assumir que, quanto mais substancial é a parcela contingente em relação à parcela fixa, menos risco as partes quiseram alocar ao alienante em relação à primeira, pois é pouco usual (CC, art. 113, § 1º, II) que o alienante concorde em alienar sua empresa por um preço em boa medida incerto, que torne praticamente aleatório o contrato de aquisição (prestação certa de entrega dos títulos de participação por contraprestação incerta de pagamento do preço; CC, art. 458). Assim, quanto mais substancial for a parcela do *earn out* em relação à parcela fixa, mais liberdade terá o intérprete para resolver dúvidas em favor do alienante e para se afastar da literalidade da cláusula quando esta tender a privar o alienante da parcela contingente do preço por fatos que, contrastando com a função de redução dos riscos de avaliação da sociedade-alvo, pouco têm a ver com a intenção comum das partes que subjaz à cláusula de *earn out*.

É com base nessas diretrizes de interpretação que devem ser resolvidos os problemas acima mencionados a respeito da relevância de fatores aleatórios e pontuais, que em nada refletem o valor da sociedade enquanto potencial de geração de lucros, na determinação dos eventos condicionantes da parcela contingente do preço. Para além dessa solução diretamente baseada na interpretação ou integração da cláusula de *earn out*, contudo, esses problemas também podem, por vezes, ser resolvidos através da aplicação de certas normas legais. Assim, é possível que, em casos concretos, eventos extraordinários e passageiros configurem para o alienante a onerosidade excessiva superveniente do art. 478 do Código Civil, desde que configurados os seus estritos pressupostos. Além disso, é possível que o impedimento, pelo

²⁷ Cf. PIVA, Luciano Zordan. *O earn-out na compra e venda de empresas*, São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 86; ALVES, Daniel Rodrigues. *Determinabilidade, negociação e elaboração das cláusulas de preço contingente (earn-out) nas operações de compra e venda de participação societária ou de estabelecimento e análise de conflitos à luz do princípio da boa-fé objetiva*. 2016. Dissertação (Mestrado em Direito) – Escola de Direito de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2016, p. 25.

adquirente, da configuração dos elementos acessórios que também condicionam a parcela contingente do preço como parte do *earn out*, como a destituição do alienante da sociedade quando sua permanência era necessária para o completo implemento da condição, configure implemento (ou impedimento) malicioso da condição para os fins do art. 129 do Código Civil.²⁸ Inclusive, é possível que alguns desses casos possam ser solucionados por aplicação do art. 413 do Código Civil. Com efeito, uma cláusula penal pode se manifestar como cláusula penal inversa (prevendo como sanção a perda ou a não aquisição de um direito, e não o surgimento de uma obrigação) e pode, inclusive, estar desvinculada do comportamento das partes, vinculando-se a uma obrigação de garantia (como em cláusulas de *indemnity*).²⁹ Assim, uma cláusula de *earn out* pode, por vezes, ser qualificada como cláusula penal inversa³⁰ (desvinculada ou não do comportamento das partes), pois sujeita o direito do alienante sobre a parcela contingente do preço ao atingimento das metas (que podem ou não depender do comportamento do alienante). Como qualquer cláusula penal, nesses casos, a cláusula de *earn out* pode eventualmente mostrar-se manifestamente excessiva, por levar à perda de um direito em montante manifestamente desproporcional à relevância dos fatos que a condicionam, de modo que poderá ser reduzida, pela modulação do montante que deixa de ser devido em virtude da não verificação dos fatos condicionantes, nos termos do art. 413 do Código Civil.

Quanto aos problemas relacionados à segregação entre os negócios da sociedade-alvo e o restante das operações do adquirente para fins de aferição do atingimento das metas definidas em relação à sociedade-alvo, também eles devem ser resolvidos pela interpretação da cláusula de *earn out* nos termos dos arts. 112 e 113 do Código Civil. Essas normas exigem que se leve em conta, por um lado, o legítimo interesse do adquirente de integrar o mais rápido possível a sociedade-alvo no restante dos seus negócios. No entanto, por outro lado, elas também exigem que se leve em conta, como principal diretriz da interpretação, a função econômica do *earn out*. Assim, para resolver dúvidas interpretativas e preencher lacunas a respeito de como lidar com questões concretas — como, por exemplo, a forma de tratar transações internas ou um *cash-pooling* no grupo econômico do adquirente³¹

²⁸ Cf. MARTINS-COSTA, Judith. *Contrato de Cessão e Transferência de quotas. Acordo de Sócios. Pactuação de Parcela variável do Preço Contratual Denominada Earn Out. Características e Função ('Causa Objetiva') do Earn Out*. Parecer, In: RArb 42 (2014), § 50 e segs.

²⁹ Cf. ADAMEK, Marcelo Vieira von; CONTI, André Nunes. *A cláusula de declarações e garantias em aquisições de empresas no direito brasileiro*, São Paulo: RT, 2024, n° V-20 e segs., pp. 106 e segs.

³⁰ Cf. BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. *Compra e venda de participações societárias de controle*, São Paulo: Quartier Latin, 2018, pp. 228-229.

³¹ Cf. HILGARD, Mark. *Earn-Out-Klauseln beim Unternehmenskauf*, In: BB 48 (2010), p. 2.914.

— é preciso interpretar a cláusula de *earn out* de modo a assegurar, principalmente, que ela cumpra sua função de adequar o preço de aquisição ao valor real da sociedade-alvo.

Por fim, no que se refere aos problemas de *double dip* que se apresentam quando um fato relevante para o cálculo do *earn out* já é abrangido por declarações e garantias vinculadas a cláusula de ajuste de preço, indenização ou indenidade, também se deve considerar a função econômica do *earn out* para evitar que a invocação simultânea de dois remédios contratuais com a mesma função leve à dupla satisfação do mesmo interesse — o que, de modo geral, ausente convenção das partes em sentido contrário, é vedado pelo art. 422 do Código Civil. Desse modo, cláusulas de ajuste de preço, indenização ou indenidade que visem a proteger o adquirente contra o não atingimento de certos resultados futuros da sociedade-alvo — até mesmo por configurarem na prática um *earn out* negativo — entram em concorrência de pretensões com uma cláusula de *earn out* (positivo ou negativo) que tenha sido estipulada em separado, de modo que o adquirente pode se valer da cláusula que lhe for mais favorável, mas não pode, cumulativamente, valer-se também das demais. Assim, por exemplo, diante de um fato que configura o não atingimento das metas, o adquirente pode optar por reduzir o montante devido a título de *earn out* positivo, pelo fato de este não estar sujeito aos limites de indenização ou ajuste de preço e por depender de ônus processuais que lhe beneficiam, mas não pode, na sequência, procurar obter também o ajuste do preço ou a indenização ou indenidade devidos por violação das declarações e garantias que, na prática, asseguravam o atingimento das mesmas metas.

4 DETERMINAÇÃO DOS DEVERES E DIREITOS DAS PARTES EM VISTA DA NATUREZA DE NEGÓCIO PARCIÁRIO.

Dada sua natureza de negócio parciário, a cláusula de *earn out*, em qualquer das suas possíveis manifestações, é caracterizada por um conflito de agência. Ou o alienante segue administrando a empresa que passa a interessar diretamente ao adquirente, ou o adquirente passa a administrar a empresa cujos resultados, por seu impacto na parcela contingente do preço, ainda interessam ao alienante. De uma forma ou de outra, há a administração de interesses alheios, com os típicos conflitos que essa espécie de relação traz consigo. Para lidar com esse conflito que se manifesta no âmbito das cláusulas de *earn out*, é preciso determinar os deveres da parte encarregada da gestão e os direitos da parte que dela não fica encarregada.

4.1 Deveres fiduciários da parte encarregada da gestão.

Os deveres que recaem sobre a parte encarregada da gestão no âmbito de uma cláusula de *earn out* são deveres fiduciários gerais, de diligência e lealdade, equivalentes aos que recaem sobre um administrador de sociedade. Tal como no caso dos deveres fiduciários de administradores, os deveres fiduciários da parte encarregada da gestão configuram obrigações de meio (de modo que o ônus de comprovar a culpa na sua violação incumbe à contraparte) e o critério para aferir as suas violações é dado pela *business judgment rule* (dúvidas quanto a decisões informadas, refletidas e não marcadas por conflito de interesses resolvem-se em favor da parte encarregada da gestão). Essa é a opinião praticamente unânime dos vários importantes autores que têm escrito sobre o tema.³²

Em especial, não é parâmetro geral para aferir a adequação da conduta da parte encarregada da gestão o curso normal dos negócios³³, pois não há, em regra, promessa de manutenção da situação pretérita, e uma tal promessa não pode ser extraída da boa-fé objetiva³⁴ — principalmente porque, de um lado, ao adquirir as participações societárias, o adquirente não precisa, a partir daí, subordinar os seus interesses aos do alienante e, de outro, ao eventualmente se manter na gestão, o alienante deve agir no interesse da empresa, e não na mera replicação de práticas passadas que eventualmente não se revelarão adequadas no presente e no futuro. Apenas em casos extremos de mudanças radicais que se expliquem unicamente pela intenção de influenciar o atingimento das metas do *earn out* podem as alterações, a depender das circunstâncias, ser consideradas contrárias à boa-fé objetiva. Para além dessas hipóteses excepcionais, contudo, é somente se houver previsão expressa na cláusula de que a parte encarregada da gestão deve manter o curso normal dos negócios que passa a ser esse o parâmetro para aferir a adequação da conduta dela no que toca ao

³² Cf. BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. *Compra e venda de participações societárias de controle*, São Paulo: Quartier Latin, 2018, pp. 226-227 e 232; MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. *A cláusula de earn-out na aquisição de sociedades: Solução ou postergação do problema?*, in: CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de, AZEVEDO, Luis André e HENRIQUES, Marcus de Freitas Henriques. *Direito societário, mercado de capitais, arbitragem e outros temas: Homenagem a Nelson Eizirik*, São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 991; ARAGÃO, Paulo Cezar. *Obrigações vinculadas à cláusula de earn-out prevista no contrato*, in: GOUVÊA, Carlos Portugal, PARGENDLER, Mariana e LEVI-MINZI, Maurizio. *Fusões e Aquisições: Pareceres*, São Paulo: Almedina, 2022, pp. 370-371; e MARTINS-COSTA, Judith. *Contrato de Cessão e Transferência de quotas. Acordo de Sócios. Pactuação de Parcela variável do Preço Contratual Denominada Earn Out. Características e Função ('Causa Objetiva') do Earn Out*. Parecer, in: RArb 42 (2014), § 18 e segs.

³³ Como sustenta PIVA, Luciano Zordan. *O earn-out na compra e venda de empresas*, São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 134.

³⁴ Cf. ARAGÃO, Paulo Cezar. *Obrigações vinculadas à cláusula de earn-out prevista no contrato*, In: GOUVÊA, Carlos Portugal, PARGENDLER, Mariana e LEVI-MINZI, Maurizio. *Fusões e Aquisições: Pareceres*, São Paulo: Almedina, 2022, p. 364.

adimplemento das obrigações resultantes do contrato de compra e venda de participações societárias.³⁵

Além disso, a cláusula de *earn out* pode prever expressamente outros deveres concretos que recaiam sobre a parte encarregada da gestão. A previsão do dever do adquirente encarregado da gestão de empregar seus “melhores esforços” no atingimento das metas do *earn out* pode, por exemplo, significar que, dentre várias possibilidades de estratégias economicamente razoáveis a serem seguidas pela sociedade, ele deve preferir aquela que melhor satisfaça as metas do *earn out*. Quando, como na maior parte dos casos, a gestão é compartilhada, essa previsão de “melhores esforços” do adquirente normalmente lhe impõe o dever de tomar as medidas razoáveis para permitir que o alienante, mediante sua atuação na gestão, atinja as metas do *earn out*.

À falta de norma contratual expressa que concretize esses deveres fiduciários, porém, a norma legal relevante que deles trata é o art. 129 do Código Civil.

Por um lado, essa norma serve para assegurar a consistência dos *critérios de imputação* contratual estipulados pelas partes. Ela evita que um critério ligado ao *acaso* seja substituído por um critério ligado a *comportamento*, impedindo que aquilo que as partes desejaram tratar como um risco independente de sua vontade (um evento estipulado como condição não potestativa) seja substituído pelo resultado da ação de uma das partes (um evento intencionalmente provocado por uma das partes) – ou vice-versa, por exemplo quando as partes estipularam uma condição potestativa, prevendo que o alienante terá influência na gestão, e, por obstáculos impostos pelo adquirente, o alienante fica impedido de exercer essa influência.

Para além disso, no entanto, o art. 129 do Código Civil também serve para *impor deveres de boa-fé* às partes que estipularam um critério de imputação ligado a comportamento. Assim, quando as partes estipulam uma condição potestativa (cujo implemento depende da vontade de uma das partes), o art. 129 do Código Civil estabelece limites à influência que a parte cuja vontade é relevante para o implemento da condição pode exercer para promover ou evitar esse implemento. Nos casos em que a parte com influência sobre o implemento da condição está em posição de administradora, esses deveres de boa-fé concretizam-se segundo os contornos tipicamente assumidos pelos deveres fiduciários de diligência e lealdade de administradores de sociedades.

³⁵ Como, por exemplo, em caso analisado em arbitragem cuja sentença foi confirmada pelo acórdão TJSP, Ap. 1138617-55.2016.8.26.0100, 2ª Câ. Dir. Emp., rel. Des. Claudio Godoy, v.u., j. 13.05.2019.

Vale frisar, no entanto, que esses deveres fiduciários gerais são os *únicos* deveres que recaem sobre a parte encarregada da gestão. Ao estipular uma condição potestativa, a parte não encarregada da gestão assumiu o risco consistente na atuação da outra parte, conferindo-lhe certa margem de discricionariedade, e não pode a partir de então esperar que suas próprias expectativas sejam integralmente satisfeitas. Especialmente se o alienante não permanece na gestão, ele assume expressamente uma distribuição de riscos diversa da que decorreria do art. 492 do Código Civil, pois segue sujeito a riscos da coisa vendida³⁶, e, no silêncio do contrato, assume o risco de que o adquirente passe a gerir a sociedade-alvo de uma forma que, embora economicamente racional, não favorece o atingimento das metas concretas do *earn out*. Inversamente, se o alienante é mantido na gestão da sociedade-alvo, o adquirente, no silêncio do contrato, assume o risco de que, dentre as diversas possibilidades razoáveis de gestão economicamente racional da sociedade-alvo, o alienante opte por aquela que melhor satisfaça as metas do *earn out*.

A consequência da violação dos deveres fiduciários de diligência ou lealdade é a ficção do art. 129 do Código Civil. Se o alienante encarregado da gestão viola seus deveres de lealdade e diligência para conseguir certos resultados de que depende o atingimento das metas do *earn out*, essas metas não se reputam atingidas, pois o resultado obtido com a violação dos deveres fiduciários deve ser desconsiderado. Já se é o adquirente encarregado da gestão quem, violando seus deveres fiduciários, provoca uma situação sem a qual as metas do *earn out* teriam sido atingidas, essas metas reputam-se atingidas. Assim, as consequências da violação de deveres fiduciários no âmbito do *earn out* não se confundem com as consequências da violação dos deveres fiduciários que recaem sobre a mesma parte no âmbito da sua atuação orgânica, que gera responsabilidade segundo as regras societárias independentemente das consequências geradas no contexto do *earn out*.

Para esse fim, são relevantes quaisquer violações dos deveres fiduciários de diligência e lealdade, mas especialmente relevantes são as violações ao dever de lealdade pela atuação em conflito de interesses, pois, conforme visto, os casos não triviais são justamente aqueles em que há discrepância entre o interesse da parte encarregada da gestão no resultado do *earn out*, de um lado, e o interesse da sociedade-alvo, de outro. Essa discrepância surge, conforme visto, porque o *earn out* não é definido vagamente por referência direta aos interesses globais da sociedade-alvo, mas apenas por referência a um aspecto concreto e

³⁶ Cf. BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. *Compra e venda de participações societárias de controle*, São Paulo: Quartier Latin, 2018, pp. 218-219; e HILGARD, Mark. *Earn-Out-Klauseln beim Unternehmenskauf*, in: BB 48 (2010), p. 2.912.

unilateral desses interesses (certas metas financeiras ou operacionais), e esse aspecto unilateral pode se revelar menos relevante que outros aspectos para o sucesso global da sociedade-alvo.

O típico exemplo de conflito de interesses nessas circunstâncias é aquele em que o alienante encarregado da gestão favorece, de forma economicamente irracional, metas a curto prazo em prejuízo de metas a médio e longo prazo, ou o favorece, de forma economicamente irracional, algum indicador financeiro (como faturamento, lucro líquido ou EBITDA) ao custo de outros indicadores ou de metas operacionais mais relevantes sob uma perspectiva global. Especialmente as metas financeiras, por seu caráter fortemente unilateral, são passíveis de manipulação descolada dos interesses globais da sociedade-alvo. No entanto, como já indicado, é apenas nos casos em que a irracionalidade da conduta da parte encarregada da gestão estiver fora de dúvida que, pela regra da *business judgment rule*, se poderá assumir uma violação aos deveres fiduciários. Além disso, em qualquer caso, incumbe à parte que alega a violação desses deveres o ônus de comprovar sua violação.

4.2 Direitos de fiscalização e prestação de contas da parte não encarregada da gestão.

Os direitos da parte não encarregada da gestão são os mesmos direitos que em geral cabem à parte não encarregada da gestão de um negócio parciário. Ela não tem direito de interferir na gestão do empreendimento, mas tem o direito de fiscalizar a gestão e o direito à prestação de contas no final desta.

Para as cláusulas de *earn out*, o direito de fiscalização do alienante não encarregado da gestão é reconhecido pela jurisprudência³⁷ e pode ser fundamentado por analogia com o art. 59 da Lei nº 9.610/1998³⁸, bem como com a posição do herdeiro de sócio ou daquele que perdeu a qualidade de sócio, enquanto não recebe os seus haveres. Evidentemente, esse direito de fiscalização confere ao alienante o direito de acesso apenas às informações relevantes para o cálculo do *earn out*³⁹, e seu exercício pode sofrer algumas limitações decorrentes da boa-fé objetiva (CC, art. 187 e 422), por exemplo caso o alienante permaneça em atuação no

³⁷ TJSP, Ap. 125493-61.2012.8.26.0100, 1ª Câm. Dir. Emp., rel. Des. Francisco Loureiro, v.u., j. 02.10.2012.

³⁸ BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. *Compra e venda de participações societárias de controle*, São Paulo: Quartier Latin, 2018, pp. 233-235.

³⁹ BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. *Compra e venda de participações societárias de controle*, São Paulo: Quartier Latin, 2018, pp. 233-235.

mercado como concorrente do adquirente. Além disso, ao fim do período de *earn out*, o alienante não encarregado da gestão tem direito à prestação de contas.⁴⁰

O mais comum, no entanto, é que o alienante siga em alguma medida encarregado da gestão da sociedade-alvo. Nessa hipótese, ele não precisa se valer de direitos de fiscalização e prestação de contas fundados diretamente na cláusula de *earn out*, pois já dispõe de meios suficientes para a fiscalização da sociedade-alvo através dos seus direitos associados à gestão, como os direitos à informação de sócio minoritário (LSA, art. 109, III) ou de conselheiro de administração (LSA, art. 142, III), em hipótese peculiar na qual institutos de direito societário são usados para fins contratuais⁴¹. Como é evidente, a posição orgânica que confere ao alienante esses direitos vem acompanhada de deveres fiduciários que limitam o seu exercício, de modo que, embora eles possam ser exercidos com uma motivação primária na fiscalização da gestão para fins de controle do atingimento das metas do *earn out*, seu exercício jamais pode implicar violação aos deveres fiduciários orgânicos.

CONCLUSÃO

As cláusulas de *earn out* consubstanciam condições suspensivas (ou, nas hipóteses de *earn out* em sentido amplo, também condições resolutivas) que sujeitam uma parcela do preço de aquisição a eventos futuros consistentes no atingimento de certas metas financeiras ou operacionais pela sociedade-alvo. A principal função econômica que essas cláusulas desempenham é a de reduzir os riscos de avaliação da sociedade-alvo, e a participação que elas conferem ao alienante nos ganhos do adquirente leva a que elas sejam qualificáveis como espécie de negócio parciário. Ora, é em vista dessa função e dessa qualificação que se resolvem os principais problemas que essas cláusulas suscitam na prática. O problema da determinação dos eventos condicionantes se resolve principalmente pela interpretação e integração contratual orientadas pela função econômica de redução dos riscos de avaliação da sociedade-alvo, e o problema da determinação dos deveres e direitos de cada uma das partes ao longo e ao fim do período de *earn out* resolve-se pela qualificação da cláusula de *earn out* como negócio parciário, que, por envolver administração de interesses alheios, irradia deveres fiduciários da parte encarregada da gestão e direitos de fiscalização e prestação de contas da parte que dela não fica encarregada.

⁴⁰ BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. *Compra e venda de participações societárias de controle*, São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 233.

⁴¹ BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. *Compra e venda de participações societárias de controle*, São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 220.

REFERÊNCIAS

ADAMEK, Marcelo Vieira von. Sociedades em comum e contrato parciário: Traços distintivos (parecer), *In*: ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Pareceres de direito societário – Direito empresarial contemporâneo*, São Paulo: Quartier Latin, 2023, pp. 659 e segs.

ADAMEK, Marcelo Vieira von; CONTI, André Nunes. *A cláusula de declarações e garantias em aquisições de empresas no direito brasileiro*, São Paulo: RT, 2024 (no prelo).

ALVES, Daniel Rodrigues. *Determinabilidade, negociação e elaboração das cláusulas de preço contingente (earn-out) nas operações de compra e venda de participação societária ou de estabelecimento e análise de conflitos à luz do princípio da boa-fé objetiva*. 2016. Dissertação (Mestrado em Direito) – Escola de Direito de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2016.

ANDRADE, Fábio Siebeneichler de. Notas sobre o enquadramento da cláusula earn out na teoria geral do contrato de compra e venda, *in*: RBDCivil 25 (2020), pp. 141 e segs.

ARAGÃO, Paulo Cezar. Obrigações vinculadas à cláusula de earn-out prevista no contrato, *In*: GOUVÊA, Carlos Portugal; PARGENDLER, Mariana; LEVI-MINZI, Maurizio. *Fusões e Aquisições: Pareceres*, São Paulo: Almedina, 2022, pp. 345 e segs.

BAUMS, Theodor. Ergebnisabhängige Preisvereinbarungen in Unternehmenskaufverträgen (“earn-outs”), *In*: DB 25 (1993), pp. 1.273 e segs.

BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. *Compra e venda de participações societárias de controle*, São Paulo: Quartier Latin, 2018.

BRAUNSCHWEIG, Philipp von. Vendor Loan, Rückbeteiligung und Earn-Out als aktuelle Finanzierungsalternativen bei Buy-Outs, *In*: Der Betrieb 13 (2010), pp. 713 e segs.

CARVALHO DE MENDONÇA, José Xavier. *Tratado de direito comercial brasileiro*, vol. 2, 6. ed., RJ: Freitas Bastos, 1957.

CARVALHO DE MENDONÇA, José Xavier. *Tratado de direito comercial brasileiro*, vol. 3, 5. ed., RJ: Freitas Bastos, 1958.

COELHO, Fábio Ulhoa. A interpretação dos negócios jurídicos após a lei das liberdades econômicas, *In*: CRUZ, André Santa et al. *Declaração de direitos de liberdade econômica – Comentários à Lei 13.874/2019*, Salvador: Juspodium, 2020.

CONTI, André Nunes. Cláusulas de interpretação: A distribuição convencional dos riscos da língua, *In*: ADAMEK, Marcelo Vieira Von; MARINO, Francisco; FILHO, Osny da Silva. *Cláusulas contratuais*, São Paulo: Almedina, 2024 (no prelo).

FORGIONI, Paula. A interpretação dos negócios jurídicos II – alteração do art. 113 do Código Civil: art. 7º, *In*: NETO, Floriano Peixoto Marques et al., *Comentários à Lei da Liberdade Econômica – Lei 13.874/2019*, São Paulo: RT, 2019.

GOMES, Orlando. *Contratos*, 27. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2019.

GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. *Direito de empresa*, 9. ed. São Paulo: RT, 2019.

GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz. Mecanismos de ajuste de preço (I): a cláusula de “earn-out” à luz da boa-fé objetiva, *In: AGIRE* 47 (2023).

HILGARD, Mark. Earn-Out-Klauseln beim Unternehmenskauf, *In: BB* 48 (2010), pp. 2.912 e segs.

HÖLTERS, Wolfgang (org.). *Handbuch Unternehmenskauf*, 10. ed. Köln: Otto Schmidt, 2022 (coautora citada: Heide Gröger).

KIEM, Roger (org.). *Kaufpreisregelungen beim Unternehmenskauf: Bewertung – Kaufpreisermittlung – Klauselgestaltung – Kaufpreisanpassung*, München: C. H. Beck, 2015 (autores citados: Martin Neuhaus e Thomas König).

MARTINS-COSTA, Judith. *Contrato de Cessão e Transferência de quotas. Acordo de Sócios. Pactuação de Parcela variável do Preço Contratual Denominada Earn Out*. Características e Função (‘Causa Objetiva’) do Earn Out. Parecer, *in: RArb* 42 (2014), pp. 153 e segs.

MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. A cláusula de earn-out na aquisição de sociedades: Solução ou postergação do problema?, *in: CASTRO*, Rodrigo Rocha Monteiro de; AZEVEDO, Luis André; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Direito societário, mercado de capitais, arbitragem e outros temas: Homenagem a Nelson Eizirik*, São Paulo: Quartier Latin, 2021, pp. 977 e segs.

PEREIRA, Caio Mario da Silva. *Instituições de direito civil*, vol. 3, 6. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1984.

PIVA, Luciano Zordan. *O earn-out na compra e venda de empresas*, São Paulo: Quartier Latin, 2019.

PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de direito privado*, t. XLV, São Paulo: RT, 2012.

RIBEIRO, Gustavo Pires. *As cláusulas de earn-out e a mediação*, *In: RBADR* 6 (2021), pp. 109 e segs.

WIEDEMANN, Herbert. *Gesellschaftsrecht*, vol. 2, München: C. H. Beck, 2004.

