Universidade do Estado do Rio de Janeiro

Centro de Ciências Sociais

Faculdade de Direito

Pedro Augusto Teixeira Salarini

O earn-out nos contratos de compra e venda de participação societária: comportamentos maliciosos e mecanismos de repressão

Rio de Janeiro

2024

Pedro Augusto Teixeira Salarini

O earn-out nos contratos de compra e venda de participação societária: comportamentos maliciosos e mecanismos de repressão

Dissertação apresentada, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre, ao Programa de Pós-graduação em Direito, da Universidade do Estado do Rio de Janeiro. Área de concentração: Direito Civil.

Orientador: Prof. Dr. Anderson Schreiber

Rio de Janeiro

2024

CATALOGAÇÃO NA FONTE
UERJ/REDE SIRIUS/BIBLIOTECA CCS/C

S161 Salarini, Pedro Augusto Teixeira.

O earn-out nos contratos de compra e venda de participação societária: comportamentos maliciosos e mecanismos de repressão / Pedro Augusto Teixeira Salarini. - 2024.
81 f.
Orientador: Prof. Dr. Anderson Schreiber.

Dissertação (Mestrado). Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Faculdade de Direito.
1. Contratos - Teses. 2.Boa-fé (Direito) – Teses. 3.Direito civil – Teses. I. Schreiber, Anderson. II. Universidade do Estado do Rio de Janeiro. Faculdade de Direito. III. Título.

CDU 347.44

Bibliotecária: Marcela Rodrigues de Souza CRB7/5906

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

_____ _____

Assinatura Data

Pedro Augusto Teixeira Salarini

O earn-out nos contratos de compra e venda de participação societária: comportamentos maliciosos e mecanismos de repressão

Dissertação apresentada, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre, ao Programa de Pós-graduação em Direito, da Universidade do Estado do Rio de Janeiro. Área de concentração: Direito Civil.

Aprovada em 30 de setembro de 2024.

Banca Examinadora:

_____

Prof. Dr. Anderson Schreiber

Faculdade de Direito – UERJ

_____

Prof.ª Dra. Gisela Sampaio da Cruz Guedes

Faculdade de Direito – UERJ

_____

Prof. Dr. Julio Gonzaga Andrade Neves

Mackenzie São Paulo

Rio de Janeiro

2024

Aos meus amores: Mariana e Teresa.

AGRADECIMENTOS

Muito pouco se constrói sozinho. E todo o mestrado, que culminou nesta dissertação, não teria sido possível sem o apoio e incentivo incondicionais da minha esposa, sócia, parceira de vida e mãe da Teresa, Mariana Siqueira. Com o perdão do clichê: obrigado por tudo e por tanto.

Não posso deixar de agradecer nominalmente aos professores Anderson Schreiber, Gisela Sampaio, Eduardo Nunes e Carlos Edison do Rêgo Monteiro Filho, que exerceram muito mais que o magistério; foram humanos, acolhedores e, muitas vezes, um braço amigo. Aos meus demais mestres, Gustavo Tepedino, Aline Terra, Carlos Konder e Paula Greco, obrigado pelas valorosas lições.

Ao professor Julio Neves, registro um carinhoso agradecimento, não só por ter aceitado compor a banca de dissertação, mas por ter sido exemplo de humildade, honestidade intelectual, compaixão, empatia e liderança. Foi uma honra tê-lo tido como chefe. Não só aprimorei minha advocacia, como tive a oportunidade de observar como se constrói um time de ponta, eficiente, dedicado e unido, sem abrir mão da doçura, honradez e humanidade.

Muito obrigado aos meus queridos e qualificadíssimos colegas ingressantes no PPGD de 2022, Alessandra Slerca, Anderson Motta, Beatriz Costa, Bernardo Accioli, Daniel Delatorre, Gabriela Feitoza, Mateus Reis, Naomi Zagarodny, Nino Oliva, Renata Kingston e Simone Dana. As risadas e o companheirismo tornaram todo o processo muito menos doloroso.

Preciso registrar um agradecimento especial aos meus sócios do SBS Advogados, Antonio Siqueira, Luisa Bottrel, Mariana Siqueira e Pedro Figueira e ao time incrível com que aqui vivo e vivi, Felipe Marçal, Felliphe Pereira, Félix Cohen, Gabriele Pellenz e Pedro Henrique Tadeu. Ver a qualidade técnica de vocês na construção de toda e qualquer estratégia foi, sem sombra de dúvidas, um incentivo incrível para o aprofundamento dos conhecimentos em Direito Civil.

Aos meus amigos do Lefosse Advogados, que carrego no coração, fica um especial agradecimento pelo apoio durante o curso do mestrado, que ora seguraram as pontas, ora foram compreensivos com minhas eventuais ausências para comparecer às aulas ou me dedicar à produção acadêmica. Registro, nominalmente, Yuri Antunes, João Pedro Pinheiro, Sara Chapermann e Renan Ceccatto, meu eterno time; além de Diogo Ciuffo, Felipe Boechem, Jayme Freitas, Felipe Gibson, Luiz Loureiro, Karen Coutinho, Carolina Lamare, Pedro Vargas,

Pedro Maciel, Márcio (Bauru) Oppromolla, Raphael Nehin, Bernardo Pires, João Santilli, André Ziccardi, Natália Diniz, dentre tantos outros.

Agradeço ao meu amigo-irmão e referência intelectual, Aluysio Athayde e aos demais amigos que muito contribuíram para todo o processo: Victor Almeida, Livia Maia, João Quinelato, Thiago Lins, professor Marlan Marinho e Vladmir Mucury.

Por fim, dedico este trabalho à minha família, Vitalino, Izabel, Johnny, Cunha, Olivia, Kike, Anna, Edgar, Tonico, Valéria, João Siqueira, Paula Vianna, Helena, Manu, Rafael, Luiza, Nico, Daniel, Fernanda, Madá, Francisco, Ana, Sofia e Gabriel.

RESUMO

SALARINI, Pedro Augusto Teixeira. *O earn-out nos contratos de compra e venda de participação societária:* comportamentos maliciosos e mecanismos de repressão. 2024. 81f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2024.

O texto aborda a complexidade da cláusula de *earn-out* em fusões e aquisições (M&A). Em negociações de M&A, o valor das ações da empresa-alvo é crucial e geralmente definido no contrato de compra e venda, com o pagamento feito no fechamento da operação. No entanto, quando a empresa está em fase de expansão ou carece de um histórico sólido, há dificuldades em chegar a um consenso sobre o valor das ações, especialmente se o vendedor baseia grande parte do valor em eventos futuros incertos. A cláusula de *earn-out* surge como uma solução para esse impasse, permitindo que o comprador pague um valor adicional se certas condições futuras, como metas de desempenho, forem cumpridas. Essa cláusula protege o comprador de pagar um valor excessivo e o vendedor de receber menos do que espera. Contudo, sua implementação pode ser complexa e suscitar conflitos, especialmente se as métricas de desempenho não forem claras. Embora eficaz em aproximar os interesses de comprador e vendedor, o *earn-out* pode gerar disputas. O trabalho se propõe analisar as consequências jurídicas que podem surgir quando uma das partes tenta evitar ou forçar o implemento da condição que dá gatilho ao pagamento do preço contingente, em comportamento que viole os padrões de condutas esperados.

Palavras-chave: earn-out; preço contingente; M&A; compra e venda de participação societária; comportamento malicioso; remédios legais.

ABSTRACT

SALARINI, Pedro Augusto Teixeira. *The earn-out in share Purchase agreements:* malicious behaviors and enforcement mechanisms. 2024. 81f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2024.

This dissertation addresses the complexity of the *earn-out* clause in mergers and acquisitions (M&A). In M&A negotiations, determining the value of the target company's shares is a critical issue, typically established in the purchase and sale agreement, with payment made at the closing of the transaction. However, when the company is in a growth phase or lacks a solid performance history, reaching a consensus on the share value can be particularly challenging, especially when the seller relies heavily on uncertain future events to justify the valuation. The *earn-out* clause emerges as a solution to this impasse, allowing the buyer to pay an additional amount if certain future conditions, such as performance targets, are met. This clause protects the buyer from overpaying while also safeguarding the seller from receiving less than anticipated. Nonetheless, its implementation can be complex and may give rise to disputes, particularly when performance metrics are not clearly defined. While effective in aligning the interests of both buyer and seller, the *earn-out* may lead to conflicts. This dissertation aims to analyze the legal implications that arise when one of the parties attempts to either avoid or compel the occurrence of the condition that triggers the contingent payment in a manner that violates expected standards of conduct.

Keywords: earn-out; contingent price; mergers and acquisitions (M&A); share purchase agreement; malicious behavior; legal remedies.

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

CC	Código Civil
CEO	*Chief Executive Officer*
CPC	Código de Processo Civil
CTP	*Computer-to-Plate*
EA	*Electronic Arts*
LSA	Lei das Sociedades Anônimas – Lei nº 6.404/76
LOI	*Letter of Intent*
M&A	Mergers and Acquisition
STJ	Superior Tribunal de Justiça
TJSP	Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO..... 10

1 **O EARN-OUT: ORIGEM, FUNÇÃO E CONTEÚDO**..... 12

1.1 **Função da cláusula de *earn-out* em contratos empresariais**..... 13

1.2 **Vantagens e desvantagens da utilização do *earn-out***..... 16

1.3 **Conteúdo da cláusula**..... 18

1.3.1 Tipos de *earn-out*..... 19

1.3.2 Preço contingente sujeito a condição suspensiva..... 21

1.3.3 Definição da posição do vendedor e do comprador na empresa alvo..... 25

2 **COMPORTAMENTO DAS PARTES NA EXECUÇÃO DO EARN-OUT**... 28

2.1 **Tensão decorrente dos interesses contrapostos do comprador e vendedor**.... 28

2.2 **Parâmetros para a análise da conduta das partes no período de *earn-out***..... 46

2.2.1 Boa-fé objetiva..... 48

2.2.2 *Business judgment rule*..... 63

3 **PROTEÇÃO DA PARTE QUANDO AFETADA POR COMPORTAMENTOS OPORTUNISTAS**..... 67

3.1 **O mecanismo do art. 129 do Código Civil**..... 67

3.1.1 Vicissitude fictícia da condição..... 68

3.1.2 Verificação do "ato malicioso"..... 70

3.1.3 Tutela reparatória..... 72

CONCLUSÃO..... 74

REFERÊNCIAS..... 76

INTRODUÇÃO

Um dos aspectos fundamentais nas negociações de operações de fusões e aquisições (M&A) é a determinação do valor das ações da empresa-alvo. Em grande parte dos casos, a negociação e a fixação desse valor são concluídas no momento da celebração do contrato de compra e venda de ações, sendo o montante pago no fechamento da operação, quando o comprador assume a propriedade definitiva das ações e, consequentemente, o controle da empresa. Por outro lado, o vendedor, após receber o valor acordado, desvincula-se da empresa, deixando de influenciar ou participar da sua gestão, embora ainda possa ser responsabilizado por indenizações ao comprador em caso de surgimento de passivos ocultos ou quebra de declarações e garantias prestadas no contrato. Excetuadas essas situações, o risco de desempenho insatisfatório da empresa adquirida ou a não concretização de metas esperadas recai exclusivamente sobre o comprador.

No entanto, essa dinâmica nem sempre se aplica. Em diversas circunstâncias, especialmente quando a empresa-alvo está em fase de expansão ou crescimento, ou ainda carece de um histórico sólido de sucesso, o vendedor e o comprador podem enfrentar dificuldades em chegar a um consenso quanto à avaliação da empresa e, consequentemente, ao valor de suas ações. Essa divergência é particularmente acentuada quando o vendedor baseia grande parte do valor em eventos futuros que, embora potencialmente benéficos, ainda são incertos, como uma empresa de tecnologia que está prestes a lançar um novo *software* inovador no mercado ou uma empresa de energia renovável que aguarda a aprovação de uma grande concessão para a construção de um parque eólico.

De um lado, o vendedor, confiante no crescimento futuro do negócio, define um preço elevado para as ações, refletindo uma expectativa otimista em relação à rentabilidade futura ou à concretização de eventos favoráveis. De outro, o comprador, baseando-se no histórico recente da empresa, adota uma postura mais cautelosa, atribuindo menor probabilidade a tais expectativas e oferecendo um preço mais baixo. Esse descompasso entre a perspectiva otimista do vendedor e a cautela do comprador frequentemente resulta em um impasse.

A cláusula de *earn-out* ou preço contingente surge, então, como um mecanismo destinado a resolver esse tipo de impasse, permitindo a concretização da operação de M&A. Por meio dessa cláusula, o comprador, que paga inicialmente um valor mais conservador pela empresa, compromete-se a desembolsar um montante adicional, correspondente à avaliação mais otimista, caso determinadas condições futuras sejam cumpridas dentro de um período

estipulado, como o alcance de metas de desempenho ou a ocorrência de eventos que aumentem o valor da empresa.

Dessa forma, a cláusula de *earn-out* representa um compromisso intermediário entre a posição mais otimista do vendedor e a postura mais cautelosa do comprador. Se o vendedor está confiante no cumprimento de certas metas ou condições que elevariam o valor da empresa, ele aceita receber um preço mais elevado apenas se essas previsões se concretizarem. Simultaneamente, o comprador, reconhecendo que o valor da empresa pode aumentar com o cumprimento dessas metas, concorda em pagar um valor adicional caso elas sejam alcançadas.

O *earn-out* funciona, assim, como um mecanismo de proteção mútua: protege o comprador de pagar um valor excessivo e o vendedor de receber um valor inferior ao esperado, promovendo uma alocação eficiente de riscos baseada nas expectativas de cada parte.

Embora possa parecer uma solução simples e eficaz para superar as divergências na avaliação da empresa-alvo, essa cláusula acrescenta considerável complexidade à operação de M&A e pode se tornar uma fonte significativa de litígios futuros entre comprador e vendedor, especialmente se não for cuidadosamente estruturada.

O objeto deste trabalho se volta a uma parte específica dos problemas que surgem da execução da cláusula de *earn-out*. Após analisar a origem, função e conteúdo desse mecanismo, propõe-se investigar qual é o padrão de conduta, o comportamento que se espera das partes, para então verificar quais são as consequências legais que podem surgir quando uma das partes impede ou força, em violação a esses padrões de comportamento, a implementação da condição que dá direito à percepção do preço contingente.

1 O EARN-OUT: ORIGEM, FUNÇÃO E CONTEÚDO

Muitos são os pontos de interesses que precisam convergir para que uma operação de compra e venda de participação societária ocorra. A prática revela que o "ponto central" do ajuste a ser feito entre as partes reside no *valor* da companhia, que refletirá, inexoravelmente, no preço de compra e venda[1].

Nesse contexto, a despeito de haver outros mecanismos que poderiam cumprir a função de aproximar os interesses do comprador e do vendedor, o *earn-out* se revela como o mais eficaz, pois, como observa Luciano Piva:

> [a]proxima as partes em torno de um objetivo comum: garantir a qualidade das declarações do vendedor com relação ao desempenho da empresa-alvo, tendo como contrapartida um adicional no pagamento do preço, ao passo que permite o comprador realizar o negócio sem investir mais do que inicialmente gostaria ou até mesmo poderia investir.[2]

A execução do mecanismo, no entanto, pode ser mais complexa e suscitar mais conflitos do que possa sugerir num primeiro momento. A advertência de Robert Adel[3] de que não se deve trocar um aperto de mãos – na acepção de fechamento de um negócio – por uma ação judicial amanhã (*don't trade a handshake today for a lawsuit tomorrow*) é percuciente, diante da quantidade de disputas que decorrem da má-interpretação ou da falta de clareza na construção o mecanismo.

Parte do que pretende este trabalho é fornecer ferramental adequado aos *players* que negociam, redigem e executam cláusulas de *earn-out* em sua prática profissional. E conforme já se pontuou[4], o método mais adequado para empregar corretamente o mecanismo de *earn-out* é depurando a sua origem, função e conteúdo.

O *earn-out* surge da prática negocial[5]. Tal como ocorre no ambiente de M&A, a necessidade de que assessores financeiros, advogados, empresários e outros *players* que se

---

[1] BUSCHINELLI, Gabriel Saad. *Compra e venda de participações societárias de controle*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 73. No mesmo sentido: "Desde seus primórdios até a data do fechamento da Transação, as Partes estarão se perguntando quanto realmente vale o Alvo. As percepções de valor são dinâmicas e se alteram até depois da Transação. Geralmente, o Comprador quer pagar menos do que o Vendedor gostaria. Há, portanto, uma tensão entre essas duas posições que pode começar nas primeiras abordagens e se estender por anos após concluída a Transação" (LUZIO, Eduardo. *Fusões e aquisições em ato. Guia prático:* geração e destruição de valor em M&A. São Paulo: Cenage Learning, 2014, p. xxvii).

[2] PIVA, Luciano Zordan. *O earn-out na compra e venda de empresas*. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 74.

[3] ADEL, Roberto. Earn-Outs: Don't Trade a Handshake Today for a Lawsuit Tomorrow. *Orange County Business School Journal*, set. 2013.

[4] PIVA, Luciano Zordan, op. cit., p.74.

[5] Ibid, p. 74-75.

envolvem nas negociações de contratos tiveram de superar impasses a respeito do valor de determinada sociedade para viabilizar a realização de um contrato de compra foi a força criadora do mecanismo de *earn-out*[6].

Na lição de James Freund, em obra clássica a respeito do tema de 1975, a função do *earn-out* é servir de ponte para preencher a lacuna nas negociações entre o vendedor que acredita que seu negócio vale mais do que os ganhos históricos justificam, e um comprador que tem uma visão cética a respeito do valor[7].

O *earn-out* possui utilização socialmente típica em contratos de compra e venda de participação societária[8] e, a despeito de sua origem anglo-saxã, não se verifica maiores dificuldade para a sua aplicação e integração no direito brasileiro. Afinal, cuida-se de "pagamento de preço, sujeito, em parte, a uma condição, e pactuado, em regra, em contratos de compra e venda"[9].

1.1 **Função da cláusula de *earn-out* em contratos empresariais**

Conforme já pontuou Judith Martins-Costa, o *earn-out* é mecanismo pelo qual o pagamento de parcela do preço fica relegado para momento posterior, estando esse pagamento sujeito a determinada condições estabelecidas no contrato de compra e venda de participação societária[10]. Normalmente, o pagamento do preço contingente está vinculado ao cumprimento de metas empresariais e financeiras futuras e predefinidas[11].

---

[6] PIVA, Luciano Zordan. *O earn-out na compra e venda de empresas*. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 170.

[7] Como observa Freund: "Bridge the negotiating gap between the seller who thinks his business is worth more than its historical earnings justify and a purchaser who hails from Missouri" (FREUND, James C. *Anatomy of a merger*: strategies and techniques for negotiating corporate acquisitions. Nova York: Law Journal Press, 1975, p. 205.

[8] "Na prática contratual, nos seus diversos aspectos, é frequente o recurso a cláusulas decorrentes do direito angloamericano. 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*. 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" (SIEBENEICHLER DE ANDRADE, Fábio. Notas sobre o enquadramento da cláusula earn out na teoria geral do contrato de compra e venda. *Revista Brasileira de Direito Civil*, v. 25, n. 3, jul./set. 2020, p.141-142).

[9] EIZIRIK, Nelson. *M&A:* regime societário e contratual. São Paulo: Quartier Latin, 2024, p. 254.

[10] 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*. *Revista de Arbitragem e Mediação*, São Paulo, v. 11, n. 42, jul./set. 2014, p. 163).

[11] "An earn-out can be made for purely financial reasons, or a buyer can be making a bet on the owner's ability to expand the business" (LAGORIO-CHAFKIN, Christine. How to structure an earn-out. *Inc*., 11 mar. 2010. Disponível em: https://www.inc.com/guides/earn-out-structuring.html. Acesso em: 12 ago. 2024).

Como já dito, trata-se de instrumento largamente utilizado em operações societárias, nas quais vendedores e compradores estipulam que o preço final de venda dependerá dos vendedores (supostos conhecedores da empresa, do mercado e de suas potencialidades) permanecerem administrando ou coadministrando o negócio por um período de transição (período de *earn-out*). Se a companhia alcançar determinados resultados estipulados pelas partes como condição para recebimento do preço contingente, o valor da venda será acrescido, o que permite "definição dinâmica do valor da companhia-alvo, contribuindo para que vendedores e compradores possam convergir na determinação do preço do ativo"[12].

Esse mecanismo garante aos compradores que a operação foi um "bom negócio", diminuindo-se os riscos para o investidor. Para os vendedores, o resultado também é interessante, porque recebem proporcionalmente ao rendimento obtido[13]. Assim, ambas as partes se veem estimuladas a buscar a melhora no desempenho da companhia[14].

A utilidade ou função econômica do *earn-out* reside, portanto, na necessidade de impedir que sejam praticadas ações oportunistas inerentes aos interesses contrapostos de vendedor e comprador, na medida em que quem vende quer receber o maior preço possível, ao passo que quem compra busca investir o menor valor possível, maximizando seus lucros[15].

Como se viu, o *earn-out* tem aplicação nas operações de aquisição societária nas quais vendedor e comprador têm "opiniões diversas sobre o valor justo da companhia-alvo e sua performance futura"[16]. Por uma lógica de mercado, o vendedor, que tem expectativas altas em relação à companhia, anuncia lucros futuros relevantes, mas o comprador não possui meios de assegurar que a previsão otimista irá se concretizar. A solução encontrada é o pagamento do preço diferido no tempo e na determinação: paga-se uma parcela fixa no *closing* (no fechamento do negócio) e a outra será paga se, e somente se, as previsões otimistas, que foram transformadas em metas definidas no contrato de compra e venda de participação acionária, forem atingidas em determinado período, pelo qual os antigos sócios continuarão na administração do negócio.

Conforme leciona Judith Marins-Costa:

---

[12] FREIRE, José Luís de Salles. Cláusulas de "*earn-out*" em aquisições. *Capital Aberto*, 1 abr. 2010. Disponível em: https://capitalaberto.com.br/nao-listavel/clausulas-de-earn-out-em-aquisicoes/. Acesso em: 10 maio 2024.

[13] 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. Revista de Arbitragem e Mediação*, São Paulo, v. 11, n. 42, jul./set. 2014, p. 172.

[14] FREIRE, José Luís de Salles, op. cit.

[15] MARTINS-COSTA, Judith, op. cit., p. 173. No mesmo sentido: EIZIRIK, Nelson. *M&A:* regime societário e contratual. São Paulo: Quartier Latin, 2024, p. 249-250; e SESTER, Peter. *Business and Investment in Brazil:* law and practice. Nova York: Oxford University Press, 2022, p. 321.

[16] Ibid.

> [A] cláusula e*arn-out* funciona, assim, para diminuir a assimetria de informações entre as partes e mitigar o chamado *moral hazard* que, na terminologia da análise econômica do Direito, designa a alteração no comportamento de um agente ao saber que, por alguma razão, não estará integralmente sujeito às consequências de seus atos, tirando proveito de uma informação privada em detrimento da contraparte[17].

Há, por um lado, vantagens na manutenção dos antigos sócios na operação, por ser "uma medida eficaz no sentido de suprir a falta de *expertise* necessária para administrar uma empresa em seu mercado específico, sendo uma boa saída para os investidores que desejam entrarem novos mercados ou mesmo para investidores institucionais"[18]. Por outro, havendo divergência no *valuation* que comprador e vendedor fazem da companhia, o *earn-out* funciona como mecanismo de ponte entre os interesses dissonantes das partes.

A jurisprudência da Corte de Delaware, nos Estados Unidos, revela que os ditos comportamentos oportunistas são a causa da maior parte dos problemas envolvendo a execução do *earn-out*[19]. Há casos de administração negligente ou dolosa para manipular os interesses envolvidos no período de *earn-out;* de conflito de interesses e de conflitos oriundos da própria cláusula, tanto em relação ao método de cálculo, quanto em relação ao cumprimento das metas acordadas[20].

Mais uma vez remetendo-se à lição de Judith Martins-Costa, a causa, a função econômico-social do *earn out* é:

> [P]ermitir que o negócio de aquisição societária atinja, para o adquirente, os fins de rentabilidade e lucro aos quais predisposto, por meio da colaboração do alienante numa fase de transição empresarial previamente demarcada, proporcionando, ao alienante, o justo preço pelas quotas ou ações alienadas e a justa retribuição financeira pelo seu esforço empresarial. É evidente, portanto, que o atingimento de metas é da 'essência' da figura. Este é, justamente, o traço que peculiariza esta figura, sem o qual não se pode falar em parcela de *Earn Out.* O alcance das metas é o primordial. Todas as demais

---

[17] 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. Revista de Arbitragem e Mediação*, São Paulo, v. 11, n. 42, jul./set. 2014, p. 172.

[18] ARAGÃO, Leandro Santos de. Dever de informar e operações de reorganização societária: procedimento preparatório e as informações assimétricas. *In*: _____; CASTRO, Rodrigo de. *Reorganização societária*. São Paulo, Quartier Latin, 2005, p. 65.

[19] LYNN, Michael P. *A survey of cases analyzing earnout agreements*. White Paper. Dallas: Lynn Tillotson Pinker Cox, LLP, 2012. Disponível em: https://utcle.org/ecourses/OC4162/get-asset-file/asset_id/27424. Acesso em: 17 maio 2024.

[20] "Earnout agreements have become a source of litigation because often they fail to define the income, expenses, and products on which the earnout amount is calculated. They also can create inherent conflicts of interest that may arise between the buyer and seller. Litigation can also arise when terms in the agreement are poorly defined, or the buyer mismanages the business or intentionally undermines the earnout agreement. Leaving these matters to future negotiation to close a deal may solve problems in the short term, but it may also sow the seeds for litigation" (Ibid, p. 8).

> cláusulas e condições que as partes podem estipular concernentemente à parcela variável são funcionalmente predispostas a esta causa, como, por exemplo, obrigar o alienante a restar por certo tempo na administração dos negócios (para que possa atingir as metas); ou pactuar certo padrão de diligência (para que as metas sejam atingidas eficazmente, sem problemas). São, a bem dizer, cláusulas acessórias à função que o *Earn Out* está predisposto a desempenhar.[21]

Seguindo-se à análise das funções do *earn-out*, é relevante enfrentar quais são as vantagens e desvantagens da utilização da cláusula sob a ótica do comprador e do vendedor.

1. 2 **Vantagens e desvantagens da utilização do *earn-out***

A cláusula de *earn-out* se revela como solução eficaz para resolver impasses entre compradores e vendedores na definição do valor justo de uma empresa-alvo em transações de M&A. Conforme apontado por Joseph Bartlett, "earn-outs essentially allow parties to agree to disagree"[22], adiando para o futuro a resolução de divergências sobre a valoração da empresa, frequentemente influenciadas por variáveis incertas no momento da negociação.

As vantagens são diversas[23]. Para o vendedor, o *earn-out* pode proporcionar um preço de venda final superior ao que seria alcançado em uma transação sem tal mecanismo. Ao condicionar parte do pagamento ao desempenho futuro da empresa, o vendedor demonstra confiança no potencial da companhia, facilitando, assim, o progresso das negociações.

Em cenários de recessão econômica, nos quais as avaliações tendem a ser mais conservadoras, o *earn-out* oferece uma oportunidade ao vendedor de garantir um preço mais alinhado com as avaliações feitas em condições econômicas normais.

---

[21] 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. Revista de Arbitragem e Mediação*, São Paulo, v. 11, n. 42, jul./set. 2014, p. 182-183.

[22] BARTLETT, Joseph. *Equity Finance*: venture capital, buyouts, restructurings and reorganizations. 2. ed. Nova York: Wolters Kluwer Law & Business, 2014, p. 326.

[23] "A cláusula é atrativa por diversos motivos: (i) como o vendedor somente obterá o preço integral se a projeção de lucros que apresentar ao comprador efetivamente vier a se concretizar, promove-se o alinhamento de interesses entre as partes e se diminui a assimetria informacional e o risco de adoção de comportamentos oportunistas pelo vendedor no plano pré-contratual; (ii) sob o ponto de vista psicológico, normalmente é mais palatável ao comprador pagar uma parcela do preço após efetivamente perceber a realização da lucratividade projetada; (iii) parte do preço torna-se exigível somente depois de consumada a compra e venda, o que permite que o comprador se valha ao menos parcialmente do lucro que obtém por meio da sociedade para pagar a parcela contingente; e (iv) permite-se que a avaliação da sociedade seja fruto do efetivo faturamento obtido, e não somente do prognóstico esperado pelas partes, cuja precisão normalmente é inferior" (BUSCHINELLI, Gabriel Saad. *Compra e venda de participações societárias de controle*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 178).

Além disso, o *earn-out* permite que o vendedor postergue o pagamento de tributos sobre o ganho de capital, uma vez que a tributação só incide quando as condições estabelecidas são atendidas e o pagamento adicional se concretiza[24]. Sob a ótica do comprador, o mecanismo assegura que um pagamento maior será feito apenas se as metas de desempenho previamente acordadas forem alcançadas, mitigando o risco de que as expectativas elevadas do vendedor não se realizem.

Outro ponto de vantagem é que o *earn-out* pode viabilizar aquisições em que o comprador não dispõe de todos os recursos necessários no momento da transação, permitindo que o valor contingente seja financiado com os lucros futuros da empresa adquirida. Daí sua larga utilização em operações de *private equity*[25]. Nessas operações, ao adquirir uma fração do capital de sociedades, os fundos de investimento tendem a preferir a manutenção dos "antigos donos" no negócio, em vez de promover uma mudança imediata na administração, assegurando, assim, a continuidade da "cultura empresarial que vinha dando certo"[26].

Além disso, o *earn-out* pode ser particularmente útil em situações nas quais o comprador não possui o *know-how* necessário para desenvolver as atividades empresariais da empresa adquirida. Nesse contexto, a permanência do vendedor na gestão da empresa durante o período do *earn-out* não só contribui para a continuidade das operações, mas também facilita a transferência de conhecimento e habilidades essenciais para o sucesso contínuo da empresa. Isso aumenta a probabilidade de que as metas de desempenho sejam alcançadas, ao mesmo tempo que reduz o risco de *moral hazard*. Esse risco, que ocorre quando o vendedor, após a transação, perde o incentivo para manter o desempenho da empresa, é mitigado pelo fato de que o vendedor ainda possui um interesse financeiro direto no sucesso futuro da companhia[27].

A aplicação prática do *earn-out* é especialmente relevante em transações nas quais a avaliação da empresa (*valuation*) é complexa, geralmente porque o valor real da empresa não está diretamente relacionado aos seus ativos, mas sim à sua capacidade de gerar resultados. É

---

[24] DE PAULA, José Arnaldo Godoy Costa. O *earn out* na compra de participações societárias e seus efeitos tributários sobre o custo de aquisição de investimentos. *Revista Direito Tributário Atual*, São Paulo, n. 43, ano 37, jul./dez. 2019, p. 240.

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

[26] Luciano Piva se refere, no ponto, à matéria do jornal Valor, que destaca que "desde que foi constituída, há oito anos, a Aqua Capital tem se concentrado em empresas familiares ou que ainda estão na primeira geração de sócios. 'São empresas *redondas*, que não precisam ser vendidas, mas que chegam a um momento de reestruturação societária ou de necessária de um aporte para decolar', observou Popik. Outra característica é manter os antigos donos trabalhando – modelo que assegura a cultura empresarial que vinha dando certo." A matéria pode ser acessada na íntegra: BARROS, Bettina. Aqua Capital conclui novo fundo e reforça planos de aquisições. *Valor*, 20 jun. 2017. Disponível em: https://valor.globo.com/agronegocios/noticia/2017/06/20/aqua-capital-conclui-novo-fundo-e-reforca-planos-de-aquisicoes.ghtml. Acesso em: 18 jul. 2024.

[27] FREIRE, José Luís de Salles. Cláusulas de "*earn-out*" em aquisições. *Capital Aberto*, 1 abr. 2010. Disponível em: https://capitalaberto.com.br/nao-listavel/clausulas-de-earn-out-em-aquisicoes/. Acesso em: 10 maio 2024.

por meio da geração desses resultados que o valor da empresa pode ser determinado de forma mais precisa. Isso é particularmente aplicável em operações envolvendo pequenas e médias aquisições, que são mais vulneráveis aos riscos associados à avaliação, uma vez que tais empresas frequentemente não possuem um histórico financeiro robusto, dificultando ao comprador confiar exclusivamente nos dados contábeis, especialmente diante das expectativas elevadas do vendedor[28].

Consequentemente, o uso da cláusula de preço contingente é mais comum em operações de aquisição de participação societária de empresas de pequeno e médio porte, ou em setores de alta tecnologia, nos quais as empresas são jovens e se espera uma melhora significativa no desempenho financeiro após a aquisição. José Luís de Salles Freire destaca que essas empresas, por atuarem em mercados emergentes ou altamente dinâmicos, apresentam um potencial de crescimento que justifica a adoção de mecanismos como o *earn-out* para mitigar os riscos de *valuation* e alinhar os interesses das partes envolvidas[29].

No entanto, apesar das vantagens, a cláusula de *earn-out* também introduz complexidade à operação de M&A e pode se tornar um ponto de disputa entre as partes. Embora, em teoria, o *earn-out* deva alinhar os interesses do comprador e do vendedor ao condicionar o sucesso da operação ao cumprimento de metas de desempenho, na prática, esse alinhamento nem sempre se concretiza. As métricas utilizadas para avaliar o desempenho e a eventual permanência do vendedor na administração da empresa podem gerar conflitos. Por exemplo, o comprador pode ter incentivos para atrasar o cumprimento das metas, evitando, assim, o pagamento do *earn-out*, enquanto o vendedor, se mantiver influência na gestão, pode adotar estratégias oportunistas para acelerar o cumprimento das metas, mesmo que essas ações não sejam benéficas para a empresa a longo prazo.

Além disso, a existência de uma cláusula de *earn-out* pode complicar a integração da empresa adquirida ao grupo do novo controlador, pois o comprador pode ser obrigado a fazer concessões ao vendedor para garantir sua continuidade na administração durante o período de vigência do *earn-out*, o que pode prejudicar a plena integração e o alinhamento das operações da empresa adquirida com as do grupo comprador.

1.3 **Conteúdo da cláusula**

---

[28] PIVA, Luciano Zordan. *O earn-out na compra e venda de empresas*. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 96.
[29] FREIRE, José Luís de Salles. Cláusulas de "*earn-out*" em aquisições. *Capital Aberto*, 1 abr. 2010. Disponível em: https://capitalaberto.com.br/nao-listavel/clausulas-de-earn-out-em-aquisicoes/. Acesso em: 10 maio 2024.

1.3.1 Tipos de *earn-out*

As cláusulas de *earn-out* podem apresentar diferentes formas a depender do interesse específico das partes. Gabriel Buschinelli traz didática separação em três tipos[30]. Confira-se: Em primeiro lugar, a cláusula pode ter natureza positiva ou negativa. Se positiva, uma vez implementadas as condições estipuladas, o pagamento da parcela adicional do preço torna-se devido. Se negativa, o vendedor se compromete a devolver parte do valor já pago caso o evento condicionante (como a rentabilidade projetada) não se concretize. Embora as duas configurações sejam economicamente semelhantes, especialmente quando parte do preço é mantida em uma conta garantia (*escrow*), a primeira costuma ser mais atrativa do ponto de vista psicológico, pois a divisão de lucros para o comprador é geralmente mais sedutora do que uma garantia oferecida pelo vendedor.

A segunda variação está relacionada ao tipo de evento condicionante, que pode ser um indicador financeiro como o lucro ou o faturamento (*economic earn-out*), ou pode estar vinculado a fatores gerenciais ou não financeiros, como a permanência de determinados funcionários ou o alcance de metas previstas em contratos de investimento de risco (*performance earn-out*).

A terceira distinção refere-se aos valores a serem pagos, isto é, a parcela adicional do preço, que pode ser calculada com base em um percentual de um indicador financeiro (como lucro ou faturamento) ou em valores fixos estabelecidos para o cumprimento de determinados eventos condicionantes (*lockstep*).

Normalmente, as cláusulas estipulam um prazo durante o qual os eventos condicionantes devem ocorrer para que o vendedor tenha direito à parcela adicional do preço. Esse período, que geralmente não ultrapassa três anos[31], visa assegurar que o vendedor participe dos resultados que derivam direta ou indiretamente de sua gestão anterior. Durante esse período, a cláusula afeta o princípio de que, após a tradição, os riscos da coisa são integralmente

---

[30] BUSCHINELLI, Gabriel Saad. *Compra e venda de participações societárias de controle*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 217-220.
[31] Ibid, p. 217-220.

transferidos ao comprador, de acordo com o art. 492 do Código Civil (CC)[32], uma vez que o vendedor ainda é impactado financeiramente pelos resultados da empresa.

Embora a cláusula possa ser utilizada em diversos contextos, ela é especialmente comum em contratos de sociedades que produzem bens ou serviços inovadores que estão em fase de desenvolvimento de tecnologia ainda não patenteada, ou em prestadoras de serviços cujo valor está diretamente ligado a relações estreitas com clientes ou fornecedores, nos quais a permanência do sócio anterior é relevante. O período de *earn-out* representa uma transição, na qual a empresa continua a se beneficiar das competências do vendedor, como seus relacionamentos comerciais e o repasse de conhecimentos específicos à nova equipe gestora.

A cláusula de *earn-out* se difere da cláusula de revisão de preço na medida em que, na primeira, a condição está vinculada a eventos futuros ocorridos após o fechamento do negócio. Já no caso da cláusula de revisão de preço, o ajuste do preço está relacionado a eventos anteriores. Apesar de ambas serem cláusulas condicionadas, a cláusula de *earn-out* não se confunde com as condições de fechamento (*closing conditions*), que submetem a eficácia do contrato à verificação de elementos essenciais, como a obtenção de licenças, enquanto no *earn-out* apenas a exigibilidade de parte do preço está condicionada[33].

A cláusula de *earn-out* também pode ser empregada no caso de o vendedor deixar definitivamente o quadro societário. Todavia, isto é mais incomum. Como regra, mantém-se o vendedor como sócio minoritário e titular de cargo administrativo no conselho de administração ou diretoria, com escopo diverso conforme o interesse das partes. Há, com isso, uma utilização peculiar, e em certa medida atípica, de institutos societários para realizar o escopo contratual. Nos casos em que, no período de *earn out*, a gestão continua a ser realizada pelo vendedor (o que é comum, por exemplo, em sociedades de gestão de investimentos)[34], este continua na condição de diretor, o que lhe permite imprimir sua orientação aos negócios sociais; mas, diferente do que ocorre normalmente nas companhias com controlador majoritário, o que

---

[32] BRASIL. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil. *Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil*, Brasília, DF, 11 jan. 2002.

[33] SÁ, Fernando Oliveira e. A determinação contingente do preço de aquisição de uma empresa através de cláusulas de earn out. *In*: CÂMARA, Paulo; BASTOS, Miguel (orgs.). *Aquisição de empresas*. Coimbra: Almedina, 2011, p. 405.

[34] "O emprego da cláusula pode se dar em diversos contextos, mas o que se ressalta é a maior incidência em contratos relativos a sociedades que produzem bens ou serviços inovadores; que estão no curso do desenvolvimento de tecnologia e ainda não obtiveram parente; e, sobretudo, prestadores de serviços cujo valor depende da relação com um círculo restrito de clientes ou fornecedores, em que a manutenção do antigo sócio controlador é relevante, como é o caso de sociedades de gestão de investimentos ou que atuam em ramos como o mercado publicitário" (BUSCHINELLI, Gabriel Saad. Cláusula de determinação contingente do preço (*Earn Out*) na compra e venda de participações societárias. *In*: LAMACHIA, Claudio; CEREZETTI, Sheila C. Neder; COSTA NETO, Gustavo Ramiro (coords.). *Estudos de Direito Empresarial.* Brasília: OAB, Conselho Federal, v. 1, 2019, p. 177).

releva, nessa configuração, é que o vendedor possa permanecer influenciando na orientação da sociedade, sendo conferidos aos comprador e novo controlador direitos de veto e de fiscalização.

Quando o contrato prevê que a gestão passa imediatamente a se sujeitar à orientação do comprador (e novo controlador), por sua vez, é normal que, em vez de preverem no contrato de compra e venda quais os poderes de veto e de fiscalização do vendedor, este se mantenha como sócio e celebre com o comprador um acordo de sócios, conferindo ao vendedor a condição de conselheiro de administração. Novamente, tem-se com isso uma peculiar utilização de institutos societários para o preenchimento de finalidade contratual. O vendedor vale-se dos poderes conferidos aos conselheiros para "fiscalizar a gestão dos diretores, examinar, a qualquer tempo, os livros e papéis da companhia, solicitar informações sobre contratos celebrados ou em via de celebração, e quaisquer outros atos" (LSA, art. 142, III),[35] mas não tem em vista em primeira linha, os interesses da sociedade, senão os seus próprios, ligados ao atingimento dos eventos condicionantes.

1.3.2 Preço contingente sujeito a condição suspensiva

Conforme as definições de *earn-out* já apostas acima, a cláusula funciona como uma forma de pagamento de parcela do preço. Daí porque eventual deficiência da redação da cláusula com relação a essa característica pode ter implicações na própria existência do contrato de compra e venda de empresa, dado o preço ser um elemento essencial para o referido contrato.

A existência da compra e venda pressupõe a existência consenso entre as partes quanto ao preço. Seu valor exato não precisa ser sempre previamente determinado (CC, art. 482)[36], mas deve ser determinável (CC, art. 487)[37], de modo que os critérios para fixação do preço sejam previamente estabelecidos, permitindo que a sua aferição ocorra sem nova manifestação de vontade pelas partes contratantes.

Nesse contexto, conforme consigna Gabriel Buschinelli, o contrato de compra e venda "somente se aperfeiçoa quando eventual atividade posterior exigida das partes para

---

[35] BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. *Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil*, Brasília, DF, 17 dez. 1976.
[36] Id. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil. *Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil*, Brasília, DF, 11 jan. 2002.
[37] Ibid.

determinação do preço tenha caráter de atuação e reconhecimento, mas não decisória"[38]. A determinação do preço, então, pode ser submetida à verificação de eventos futuros e incertos estabelecidos pelas partes no contrato de compra e venda, mecanismo este que é usual quando o objeto da avença é a compra e venda de participação societária[39].

No específico caso da cláusula de *earn-out*, para a sua validade, basta que a redação dos elementos essenciais da cláusula de preço contingente esteja baseada nos pressupostos estabelecidos na legislação aplicável, como os requisitos de determinabilidade do preço expresso no art. 487, do Código Civil, sendo suficiente, por exemplo, para o preenchimento do requisito de "objetiva determinação", o reconhecimento do mercado a respeito dos índices e parâmetros escolhidos pelas partes[40].

Outro ponto destacado pelas definições tratadas no início do capítulo se refere à questão das metas, "futuras e predeterminadas", a serem cumpridas pela empresa vendida. Do ponto de vista jurídico, essas metas podem ser consideradas como condições de natureza suspensiva[41], se considerarmos a qualificação do *earn-out* como forma de pagamento.

Por outro lado, as metas do *earn-out* podem ser qualificadas como critérios de determinação do preço se a cláusula for considerada como elemento de indeterminação do preço. A partir dessa hipótese, deverão ser observadas as regras do art. 488 do Código Civil, que estabelece solução para a venda "sem fixação de preço ou de critérios para sua determinação", caso em que deve ser obedecido o "tabelamento oficial", ou, então, "o preço corrente nas vendas habituais do vendedor"[42].

A respeito da primeira hipótese, pressupõe-se as metas como condições suspensivas que, se atingidas e verificadas, acarretam a necessidade de pagamento pelo comprador do preço

---

[38] BUSCHINELLI, Gabriel Saad. *Compra e venda de participação societária de controle.* São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 190.

[39] GILSON, Ronald; BLACK, Bernard. *The law and finance of corporate acquisitions*. 2. ed. Westbury: Foundation Press, 1995, p. 1572.

[40] Nesse ponto, Fernando Oliveira e Sá afirma a necessidade de o *earn-out* ter fórmula estanque, sem possibilidade de novos acordos entre as partes para a quantificação do preço: "O contrato conterá uma fórmula válida de determinação do preço quando, direta ou indiretamente e sem necessidade de novos acordos entre as partes, seja possível quantificar o preço" (SÁ, Fernando Oliveira e. A determinação contingente do preço de aquisição de uma empresa através de cláusulas de earn out. *In*: CÂMARA, Paulo; BASTOS, Miguel (orgs.). *Aquisição de empresas*. Coimbra: Almedina, 2011, p. 406-407).

[41] Sobre o regime jurídico da condição suspensiva, ver a recente obra de: MARTINS-COSTA, Fernanda Myranski. *Condição suspensiva:* função, estrutura e regime jurídico. São Paulo: Almedina, 2017.

[42] "Art. 488. Convencionada a venda sem fixação de preço ou de critérios para a sua determinação, se não houver tabelamento oficial, entende-se que as partes se sujeitaram ao preço corrente nas vendas habituais do vendedor. Parágrafo único. Na falta de acordo, por ter havido diversidade de preço, prevalecerá o termo médio" (BRASIL. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil. *Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil*, Brasília, DF, 11 jan. 2002).

contingente referente ao *earn-out*[43]. Tendo em vista ser essa a hipótese referida pela doutrina, conforme visto acima, é importante tecer considerações sobre as condições suspensivas[44].

A palavra "condição" é, segundo aponta Carlos Ferreira de Almeida, polissêmica, pois pode representar "qualquer circunstância, requisito, situação, estado ou relação de dependência"[45], ao passo que a expressão "condicional" se refere ao que é hipotético, incerto e potencial.

Observando o Código Civil, o art. 121 estabelece que a condição subordina o efeito do negócio jurídico a um evento futuro e incerto[46]. Desde logo, percebe-se que a condição afeta o plano da eficácia do negócio jurídico contrato[47]. Com base nessa circunstância, a doutrina define condição como a "modalidade do negócio jurídico e, portanto, uma limitação voluntária de sua eficácia [que] tem como fonte necessariamente a vontade das partes"[48].

A condição é, assim, fato futuro e incerto; consequentemente, não pode ser relativa a circunstâncias pretéritas ou presentes. A delimitação do âmbito de atuação da condição no plano da eficácia - como *accidentale negotii* - foi muito bem explicada por Pontes de Miranda:

> [S]e se pudesse conceber o têrmo ou a condição que concernisse à existência do ato jurídico, o que praticasse o ato jurídico poderia estabelecer: 'no dia tal, ou se ocorrer fato tal, a promessa de recompensa, que agora faço, não terá sido feita', ou 'determinamos que, ao morrer A, ou se A se casar com B, a compra-e-venda que neste ato concluímos, não terá sido'. O direito não suporta tal invasão no tempo e no mundo dos fatos, para se ir ao passado e tornar sido o que não foi. Se algum manifestante de vontade diz isso, há-se de entender que apenas se referiu ao plano

---

[43] Nesse sentido, o entendimento do Tribunal de Justiça de São Paulo (TJSP), na Apelação nº 0125493-61.2012.8.26.0100, de relatoria do Desembargador Francisco Loureiro: "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 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." (SÃO PAULO (Estado). Tribunal de Justiça. *Apelação nº 0125493-61.2012.8.26.0100*, Relator Des. Francisco Loureiro, 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, São Paulo, julgado em: 02/10/2012, publicado em: 03/10/2012).

[44] No direito brasileiro, até a publicação da obra de MARTINS-COSTA, Fernanda Myranski. *Condição suspensiva:* função, estrutura e regime jurídico. São Paulo: Almedina, 2017, a doutrina sobre as condições suspensivas era praticamente da década de 1950, destacando-se, na década de 90, o trabalho de: VELOSO, Zeno. *Condição, termo e encargo*. São Paulo: Malheiros, 1997; e de AMARAL, Francisco. *Da irretroatividade da condição suspensiva no direito civil brasileiro*. Rio de Janeiro: Forense, 1984.

[45] ALMEIDA, Carlos Ferreira de. *Contratos IV*: funções. Circunstâncias. Interpretação. Coimbra: Almedina, 2014, p. 115-116.

[46] Art. 121, do Código Civil: "Considera-se condição a cláusula que, derivando exclusivamente da vontade das partes, subordina o efeito do negócio jurídico a evento futuro e incerto".

[47] Assim, a condição "como cláusula, faz parte (é elemento) do negócio, mas uma coisa é a cláusula e outra o evento a que ela faz referência; o advento do evento futuro é, nesse caso, um fator de eficácia" (AZEVEDO, Antonio Junqueira de. *Negócio Jurídico*: existência, validade e eficácia. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2002, p. 55).

[48] SCHREIBER, Anderson et al. *Código Civil comentado:* doutrina e jurisprudência. Rio de Janeiro: Forense, 2019, p. 122.

> da eficácia: 'no dia tal, ou se ocorrer o fato tal, a promessa de recompensa, que agora faço, não terá qualquer eficácia' (= 'ficará totalmente sem efeitos'); 'determinamos que, ao morrer A, ou se A se casar com B, a compra-e-venda, que neste ato concluímos, não terá eficácia' (= 'ficará sem efeito')[49].

No âmbito da aplicação ao *earn-out*, algumas regras são importantes na perspectiva das condições suspensivas: em primeiro lugar, nos termos do art. 122, do Código Civil, a condição não pode sujeitar o negócio jurídico ao puro arbítrio de uma das partes[50]; em segundo lugar, no caso do responsável pela gestão da empresa adquirida tentar acelerar (vendedor) ou obstar (comprador) o atingimento das metas, o regramento do art. 129, do Código Civil, pode ser aplicável para solucionar esses problemas atinentes ao *earn-out*, visto que determina reputar-se "verificada, quanto aos efeitos jurídicos, a condição cujo implemento for maliciosamente obstado pela parte a quem desfavorecer, considerando-se, ao contrário, não verificada a condição maliciosamente levada a efeito por aquele a quem aproveita o seu implemento"[51].

Ademais, o caráter de incerteza da condição deve refletir a sua possibilidade jurídica, sob pena de acarretar a nulidade do ato, conforme o art. 123, inciso I, do Código Civil[52]. Em síntese, é um ajuste de metas impossíveis, seja porque não há incerteza seja porque o vendedor não terá como influenciar para que a empresa-alvo atinja determinada meta - como, por exemplo, a impossibilidade de liberação de alvará por conta da extinção de certo órgão público responsável pelo serviço, pode acarretar a nulidade do *earn-out*.

A ligação entre o *earn-out* e a condição suspensiva é bem compreendida porque a condição faz com que o "manifestante da vontade como que ajusta o futuro ao presente; obvia à imprevisibilidade; leva em conta fatos que podem vir a acontecer, ou não acontecer"[53]. Diante dessas considerações, compreende-se as metas vinculadas ao *earn-out* como fatos que, ao serem atingidos, darão início à eficácia da cláusula, promovendo todos os seus efeitos, como o pagamento do preço contingente[54].

---

[49] PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito Privado.* 4. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1983, t. V, p. 93-94.

[50] "Art. 122. São lícitas, em geral, todas as condições não contrárias à lei, à ordem pública ou aos bons costumes; entre as condições defesas se incluem as que privarem de todo efeito o negócio jurídico, ou o sujeitarem ao puro arbítrio de uma das partes".

[51] "Promove-se, com isso, a ficção da verificação ou não verificação da condição que emerge, não como uma sanção ao comportamento desleal das partes, mas como forma de concretizar a vontade expressa pelas próprias partes" (BUSCHINELLI, Gabriel Saad. *Compra e venda de participações societárias de controle*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 184).

[52] "Artigo 123, Código Civil brasileiro de 2002. Invalidam os negócios jurídicos que lhes são subordinados: I- as condições física ou juridicamente impossíveis, quando suspensivas; (...)".

[53] PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti, op. cit., p. 101.

[54] No mesmo sentido, Buschinelli afirma: "Sob o ponto de vista jurídico, o que importa é ter-se presente que, qualquer que seja o parâmetro, os eventos são pressupostos da produção de efeitos do negócio jurídico" (BUSCHINELLI, Gabriel S. *Compra e venda de participações societárias de controle.* São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 181).

1.3.3 Definição da posição do vendedor e do comprador na empresa-alvo

Embora várias medidas sejam altamente recomendadas para garantir o bom funcionamento do *earn-out*, poucas são tão determinantes para sua eficácia quanto a adequada alocação e divisão de poderes entre as partes na empresa adquirida[55]. Isso porque, diferentemente do que ocorre em situações comuns de venda de participações societárias, nas quais o vendedor geralmente perde todos os seus direitos sobre a empresa, o *earn-out* cria uma exceção: o vendedor mantém, pelo menos durante um período determinado, um direito sobre a valorização das participações vendidas.

Como consequência, apesar do *earn-out* promover uma convergência de interesses entre comprador e vendedor, já que ambos desejam o sucesso da empresa adquirida, existem várias áreas em que os interesses das partes podem divergir significativamente[56]. A principal delas é o interesse do vendedor no recebimento do valor contingente acordado. As partes geralmente acreditam que o vendedor pode agregar valor à operação e, por isso, muitas vezes ajustam a sua permanência na empresa, permitindo que ele tenha algum nível de influência na gestão, com o objetivo de alcançar as metas definidas no *earn-out*.

No entanto, como a principal razão para a criação da cláusula de *earn-out* é o atingimento dessas metas, tanto para o comprador quanto para o vendedor, é fundamental prestar atenção aos poderes concedidos ao vendedor na empresa durante esse período. A literatura prática e a doutrina jurídica destacam a importância dessa divisão de poderes, observando que muitos conflitos decorrentes da execução do *earn-out* surgem exatamente da

---

[55] Segundo Piva: "a alocação de poder na empresa vendida é entendida como quem será o responsável para comandar as áreas sensíveis da empresa" (PIVA, Luciano Zordan. *O earn-out na compra e venda de empresas*. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 84). Nesse sentido, na perspectiva das sociedades anônimas, ver: MUNHOZ, Eduardo Secchi. Quem deve comandar a companhia? Alocação do poder empresarial: sistema de freios e contrapesos. *In*: KUYVEN, Luiz Fernando Martins (coord). *Temas Essenciais de Direito Empresarial*: estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 505-517. Munhoz argumenta: "Se hoje, em boa medida, há convergência e respeito do objetivo a ser perseguido, o mesmo não se verifica quanto à definição de melhor estratégia para atingi-lo. Paradigma do modelo ideal, ou seja, aquele que mais bem pode contribuir para que a companhia atenda ao interesse social, segundo a acepção antes referida, é fundamental o estudo da alocação do poder empresarial e das ferramentas para sua disciplina e monitoramento. A estrutura de poder da sociedade anônima é fator crucial para atingir esse resultado" (Ibid, p. 506).

[56] CRIMINIS, Paul; GRAY, Ben; WALLER, Jessica. Earn-outs in M&A transactions: key structures and recent developments. *The M&A Journal*, v. 10, n. 10, p. 3. Disponível em: https://www.mayerbrown.com/public_docs/06-22-11_CorpSec_Webinar_Earnouts.pdf. Acesso em: 09 out. 2024.

falta de uma regulamentação adequada sobre essa questão[57]. Devido à sua sensibilidade, esse ponto se mostra um dos mais difíceis de ser negociado entre as partes.

Considerando que cada negociação tem suas particularidades, a sensibilidade dos advogados e consultores de M&A em identificar o momento adequado para tratar da distribuição de poderes no contrato será crucial para o sucesso do *earn-out*. Algumas questões essenciais devem ser abordadas, como o nível de controle que o vendedor terá sobre a operação durante o período do *earn-out* e a expectativa de que o comprador forneça suporte para o cumprimento das metas estipuladas.

É recomendável que o vendedor assegure no contrato cláusulas que especifiquem claramente sobre quais áreas ele terá controle, tais como vendas ou *marketing*. Caso o comprador resista a tais disposições, o vendedor pode negociar para que o comprador seja obrigado a consultá-lo antes de realizar mudanças significativas em áreas que possam impactar o *earn-out*, como a gestão de produtos diretamente vinculados às metas[58].

Essas medidas são fundamentais para evitar que o comprador implemente mudanças durante o período de *earn-out* que prejudiquem o cumprimento das metas acordadas, causando impacto no preço contingente. Embora o direito brasileiro imponha, por meio do princípio da boa-fé, a cooperação entre as partes para a execução das obrigações contratuais, a ausência de

---

[57] Como exemplo de disputas no direito americano, conferir: ESTADOS UNIDOS. Distrito Geórgia do Norte. Tribunal Distrital. *Caso Nº 1:07-cv-2985-WSD, Hodges vs. Medassets Net Revenue Systems*, LLC, julgado em: 19/02/2008. Disponível em: https://casetext.com/case/hodges-v-medassets-net-revenue-systems. Acesso em: 9 out. 2024; Id. Distrito do Kansas. Tribunal Distrital. *Caso Nº 01-2193-JWL, Horizon Holdings, L.L.C. vs. Genmar Holdings, Inc*., julgado em: 30/05/2002. Disponível em: https://casetext.com/case/horizon-holdings-v-genmar-holdings. Acesso em: 20 jul. 2024; Id. Tribunal de Apelações do Segundo Circuito. *Caso Nº 07-4063-cv, Rubin Squared, Inc. v. Cambrex Corporation*, julgado em: 25/03/2009. Disponível em: https://casetext.com/case/rubin-squared. Acesso em: 20 jul. 2024. No direito brasileiro, conferir a Apelação nº 0125493-61.2012.8.26.0100, no âmbito do Tribunal de Justiça de São Paulo: "cláusula compromissória. Cessão da totalidade das quotas sociais pelo recorrente 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 pagar aos requerentes *'earn outs'*, caso fossem atingidas as metas propostas para a empresa, entre os anos de 2013 e 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. Ato de se ajuizamento de ação cautelar perante o Estado-juiz, até o momento da instituição da Justiça Arbitral, com o objetivo de estancar dano de difícil reparação. Medida cautelar que visa apenas evitar o perecimento de direito eventual de recebimento de '*earn outs'* dos requeridos. Situação de urgência que demanda intervenção do Judiciário para assegurar a reversibilidade do processo. Condição suspensiva disposta na cláusula 3.1.2, que subordina a composição do preço ao futuro e incerto atingimento 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, em 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" (SÃO PAULO (Estado). Tribunal de Justiça. *Apelação nº 0125493-61.2012.8.26.0100*, Relator Des. Francisco Loureiro, 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, São Paulo, julgado em: 02/10/2012, publicado em: 03/10/2012).

[58] CRIMINIS, Paul; GRAY, Ben; WALLER, Jessica. Earn-outs in M&A transactions: key structures and recent developments. *The M&A Journal*, v. 10, n. 10, p. 3. Disponível em: https://www.mayerbrown.com/public_docs/06-22-11_CorpSec_Webinar_Earnouts.pdf. Acesso em: 09 out. 2024.

cláusulas que garantam ao vendedor algum grau de controle sobre a empresa-alvo pode dificultar a continuidade de atividades empresariais pré-existentes, sem que o vendedor tenha fundamentos para reclamar, a menos que o comprador atue de forma a frustrar deliberadamente o *earn-out*, conforme disposto no art. 129 do Código Civil[59].

De maneira geral, como alertam os autores Criminis, Gray e Waller: "um vendedor prudente buscará negociar cláusulas que obriguem o comprador a conduzir a empresa adquirida de forma substancialmente semelhante à maneira como o vendedor a gerenciava no passado"[60].

Por outro lado, contrário à alocação de poderes ao vendedor, o comprador naturalmente tentará impor limitações à sua ingerência na empresa, buscando garantir que o vendedor atue no curso normal dos negócios, sem tentar acelerar artificialmente o cumprimento das metas do *earn-out*. O comprador, então, tentará preservar o máximo de controle sobre as operações, assegurando que as atividades continuem de maneira consistente com as práticas anteriores à operação de compra.

---

[59] "Art. 129. Reputa-se verificada, quanto aos efeitos jurídicos, a condição que for maliciosamente obstada pela parte a quem desfavorecer, considerando-se, ao contrário, não verificada a condição maliciosamente levada a efeito por aquele a quem aproveita o seu implemento".

[60] CRIMINIS, Paul; GRAY, Ben; WALLER, Jessica. Earn-outs in M&A transactions: key structures and recent developments. *The M&A Journal*, v. 10, n. 10, p. 3. Disponível em: https://www.mayerbrown.com/public_docs/06-22-11_CorpSec_Webinar_Earnouts.pdf. Acesso em: 09 out. 2024.

2 COMPORTAMENTO DAS PARTES NA EXECUÇÃO DO EARN-OUT

2.1 Tensão decorrente dos interesses contrapostos do comprador e vendedor

Possíveis conflitos de interesse podem decorrer da coexistência de duas relações jurídicas de natureza diversas, mas que se entrelaçam: a relação de comprador e vendedor no âmbito do contrato de M&A, e o papel que cada uma dessas figuras exerce dentro da empresa-alvo, especificamente nos casos em que o *earn-out* pressupõe a permanência do vendedor na sociedade. Enquanto no contrato de compra e venda as partes têm deveres próprios e correspectivos, no âmbito da relação societária, cada qual possui deveres fiduciários específicos junto à empresa.

Os deveres fiduciários dos administradores, quando envolvidos em uma relação contratual que inclui uma cláusula de *earn-out*, devem ser analisados sob a perspectiva dos contratos empresariais. Esses contratos frequentemente transitam em uma zona de indeterminação entre aqueles de escopo de comando e os de intercâmbio. Nos contratos de colaboração empresarial há diferentes níveis de comunhão e troca, o que torna essencial o exame dos deveres fiduciários no contexto específico de cada caso.

Tome-se como exemplo o caso *Kramar vs. Brajdas Corp*.[61] Ed Kramar, fundador da *Cypress*, permaneceu como diretor-presidente da empresa após sua venda para a *Brajdas Corp*. Sua permanência visava garantir que determinadas metas financeiras fossem alcançadas no prazo de três anos para que ele pudesse receber um milhão de dólares em *earn-out*. Um dilema surgiu no primeiro ano do contrato: Kramar precisava decidir entre investir para expandir a empresa ou reduzir custos para aumentar os lucros de curto prazo. A decisão era crítica porque, se ele optasse por cortar despesas, poderia aumentar suas chances de receber o *earn-out*, mas essa não seria a melhor escolha para o futuro da empresa.

Esse dilema é representativo de questões que surgem no direito brasileiro ao se considerar os deveres fiduciários dos administradores[62]. Esses deveres, previstos nos artigos

---

[61] APPLEGATE, Jane. Earnout Sale Keeps Continuity And Saves Cash. *The Seattle Times*, 19 nov. 1990. Disponível em: http://community.seattletimes.nwsource.com/archive/?date=19901119&slug=1103313. Acesso em: 15 jul. 2024.

[62] Segundo Luis Felipe Spinelli, os deveres fiduciários - que o autor chama de deveres genéricos - "se revestem de fórmulas largas, padrões de conduta ou standards comportamentais que, conferem ao intérprete e aplicador da lei uma mobilidade hermenêutica" (SPINELLI, Luis Felipe. *Conflito de interesses na administração da sociedade anônima.* São Paulo: Malheiros, 2012, p. 86).

153 a 157 da Lei das Sociedades Anônimas (S.A.),[63] incluem o dever de diligência, o dever de lealdade, o dever de obediência e o dever de informar[64], e orientam as condutas dos administradores e controladores de sociedades. O cumprimento desses deveres fiduciários pode, em certos casos, colidir com as obrigações contratuais decorrentes de um *earn-out* acordado em uma operação de compra e venda de participações societárias.

Embora a relação entre comprador e vendedor no contexto de um contrato com *earn-out* não seja fiduciária por si só, existe uma relação fiduciária entre as partes do contrato e a sociedade investida[65]. Isso pode gerar conflitos, pois as obrigações fiduciárias do administrador para com a companhia podem estar em desacordo com os interesses pessoais do vendedor, que busca maximizar o pagamento do *earn-out*. É nesse cenário que surgem problemas de ordem societária relacionados aos vínculos contratuais.

De maneira geral, os deveres fiduciários têm a função de estabelecer um *standard*[66] de conduta elevado para os administradores, assegurando que eles priorizem os interesses da sociedade e de seus acionistas em vez de seus próprios interesses. Esses deveres impedem que os administradores sejam negligentes na gestão do patrimônio da empresa ou atuem em benefício próprio em detrimento da empresa. Na prática, eles exigem que os administradores conduzam a empresa de forma diligente, zelando pelo seu melhor interesse.

Mais especificamente, a aplicação dos deveres fiduciários visa proteger diretamente os interesses da companhia[67]. Quando violados, os administradores podem ser responsabilizados pessoalmente, incentivando-os a dirigir a sociedade de acordo com o interesse social. No contexto de um *earn-out*, todavia, pode haver conflitos entre esses deveres fiduciários e os

---

[63] BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. *Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil*, Brasília, DF, 17 dez. 1976.

[64] "E, desta forma, podemos relacionar, com forte fundamento na doutrina norte-americana, o dever de lealdade e o dever de diligência como os dois grandes deveres fiduciários, dos quais derivam o dever de obediência e o dever de informar" (SPINELLI, Luis Felipe. *Conflito de interesses na administração da sociedade anônima.* São Paulo: Malheiros, 2012, p. 284).

[65] Na relação entre comprador e vendedor, não se constata a gestão de patrimônio alheio, característica da relação fiduciária, como ocorre com os administradores em relação à companhia. Sobre o tema, ver: SALLES DE TOLEDO, Paulo Fernando Campos. *O conselho de administração na sociedade anônima*. São Paulo: Atlas, 1997, p. 42-44.

[66] VON ADAMEK, Marcelo Vieira. *A responsabilidade civil dos administradores e as ações correlatas*. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 113.

[67] Ibid, p. 120-121: "Os deveres de lealdade fiduciária (como os de diligência e lealdade), pelo viés da lei, obrigam os administradores para com a companhia e, apenas em princípio, portanto, não existe o dever de lealdade do administrador para com o sócio, a não ser indiretamente (isto é, na medida em que o interesse do sócio individual coincida com o da própria sociedade), como dever geral de lealdade societária". Em outra obra, Von Adamek destaca a existência do dever societário de lealdade também entre os sócios: "O dever societário de lealdade existe em todas as sociedades, existe não só na relação entre sócio e sociedade, mas também dos sócios entre si, sendo aplicável independentemente da posição de maioria ou minoria, eis que a obrigação de salvaguarda (ou proteção) recai sobre todos" (VON ADAMEK, Marcelo Vieira. *Abuso de minoria em direito societário*. São Paulo: Malheiros, 2014, p. 440).

objetivos pessoais do vendedor, que ocupa uma posição de administração. A pressão para alcançar as metas financeiras do *earn-out* pode levar o administrador a tomar decisões que beneficiem a si próprio, mas que contrariem o melhor interesse da sociedade.

Cite-se, como exemplo, o caso *Rubin Squared, Inc. v. Cambrex Corp.*,[68] julgado em 2007 pela Corte Distrital do Sul do Estado de Nova York. A disputa envolvia alegações do vendedor, Rubin Squared, de que a Cambrex havia violado o contrato de compra e venda de ativos firmado entre as partes para a aquisição da *Bio Science Contract Production Corp* ("Bio Science"). O vendedor alegou que a compradora teria, de forma fraudulenta, induzindo-o a vender seus ativos mais valiosos, fazendo promessas e declarações falsas durante as negociações, violando, assim, o dever implícito de boa-fé oriundo do contrato.

Durante as tratativas, as partes trocaram diversas propostas, culminando na execução de uma carta de intenções (*letter of intent* ou "LOI") em março de 2001, na qual a Cambrex ofereceu cento e vinte milhões de dólares pela aquisição, com um potencial adicional de vinte e cinco milhões de dólares a título de *earn-out*, sujeito ao desempenho da Bio Science com metas baseadas no EBITDA[69] ao longo de quatro anos. Em abril de 2001, as partes firmaram o contrato final nos mesmos termos da LOI.

O vendedor argumentou que a Cambrex fez uma série de promessas não escritas para induzi-los a vender seus ativos durante as negociações[70], incluindo: (i) investimento de sessenta milhões de dólares na expansão da fábrica da Bio Science; (ii) manutenção de Jacques Rubin, presidente da Rubin Squared, como líder das operações da Bio Science com total autoridade, com a promessa de que ele se tornaria vice-presidente corporativo da Cambrex; (iii) o comprometimento da Cambrex em não adquirir empresas concorrentes da Rubin Squared ou canalizar as operações da Bio Science para outras entidades; e (iv) o comprometimento de que Cambrex não desviaria os esforços de Jacques Rubin de forma a prejudicar o cumprimento das metas do *earn-out*.

No entanto, nenhuma dessas promessas constava no contrato. Ainda, a Cambrex conseguiu demonstrar, por meio de trocas de *e-mails*, que havia rejeitado explicitamente as

---

[68] ESTADOS UNIDOS. Tribunal de Apelações do Segundo Circuito. *Caso Nº 07-4063-cv, Rubin Squared, Inc. v. Cambrex Corporation*, julgado em: 25 mar. 2009. Disponível em: https://casetext.com/case/rubin-squared. Acesso em: 12 maio 2024.

[69] A sigla, observando o texto em língua estrangeira, significa: Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization.

[70] O texto em língua estrangeira é: "Plaintiff alleges that Defendant and its agents fraudulently induced Plaintiff to sell Defendant all significant assets of its corporate predecessor, Bio Science Contract Production Corp. ('Bio Science'), by making false promissory representations during the negotiations surrounding the transaction. Plaintiff also alleges that Defendant breached the Asset Purchase Agreement (the 'APA') by violating the implied duty of good faith and fair dealing" (Ibid).

tentativas da Rubin Squared de incluir cláusulas adicionais no contrato de *earn-out*. Isso incluía a obrigação de prover recursos financeiros e operacionais para o crescimento da Bio Science, ou uma cláusula proibindo a Cambrex de adquirir concorrentes sem o consentimento dos vendedores.

Após a aquisição, a relação entre as partes se deteriorou, culminando no término do contrato de trabalho de Jacques Rubin em fevereiro de 2002. Os vendedores alegaram que a Cambrex não cumpriu as promessas como o investimento prometido e a não-aquisição de concorrentes. Ainda, os vendedores argumentaram que Jacques Rubin não teve controle total sobre as operações da Bio Science, o que levou ao fracasso no alcance das metas de *earn-out*.

Em contrapartida, Jacques Rubin alegou que a Cambrex interferiu em suas operações, limitando sua autoridade, alterando procedimentos e afetando as negociações com clientes. Todavia, Rubin admitiu que conseguiu impedir que a Cambrex negociasse produtos a preços mais baixos com clientes e rejeitou alterações operacionais propostas pela compradora, demonstrando que manteve um controle substancial sobre a empresa-alvo, conforme previsto no contrato.

Aplicando as leis do Estado de Maryland, [71] a Corte determinou que a resolução do caso dependia da natureza das alegações não documentadas. A Corte observou que os vendedores eram empresários sofisticados, assessorados por advogados experientes e que participaram de uma negociação milionária. Portanto, não seria razoável que confiassem em promessas não documentadas, especialmente porque o contrato incluía cláusulas de superação de todas as discussões anteriores à sua assinatura e exigia que promessas pré-contratuais fossem aprovadas pelo Conselho de Administração da Cambrex.

A Corte concluiu que a confiança dos vendedores nas alegações não escritas era "não razoável e injustificada", especialmente porque muitas dessas alegações foram explicitamente rejeitadas pela Cambrex durante as negociações contratuais. Em casos de grande relevância para a negociação, o silêncio no contrato final sobre tais questões podem ser interpretado como abandono ou retirada das alegações anteriores. A Corte determinou que, se as promessas dos compradores fossem realmente importantes para os vendedores, eles deveriam ter insistido para que constassem no contrato.

---

[71] "Cada um dos estados da União conserva amplas faculdades legislativas. Esta circunstância deu lugar ao aludido 'mercado de leis de sociedades'. Desta forma, uma sociedade pode, por exemplo, constituir-se ante a Secretaria de Estado da Flórida e realizar suas atividades econômicas na Geórgia. Neste caso, as disposições aplicáveis em relação aos direitos dos acionistas, ao funcionamento das assembleias e Conselhos de Administração, às faculdades dos representantes legais e à capacidade jurídica da sociedade serão regidas pelas disposições da Flórida, onde a companhia se constituiu" (REYES, Francisco. *Direito societário americano.* São Paulo: Quartier Latin, 2013, p. 106).

No que diz respeito ao dever implícito de boa-fé, a Corte decidiu que as promessas pré-contratuais não poderiam servir de base para alegações de violação, uma vez que não foram incluídas no contrato e não ficou demonstrado que a falta de implementação dessas promessas impediu o cumprimento das metas do *earn-out*. A Corte destacou que o controle total sobre a Bio Science não era garantido a Jacques Rubin, pois o comprador não é obrigado a ceder o controle operacional ao antigo Diretor Executivo (*Chief executive officer* ou "CEO") de uma empresa adquirida apenas porque o contrato contém uma cláusula de compartilhamento de lucros[72].

Quanto à aquisição da concorrente Marathon pela Cambrex, a Corte entendeu que isso não constituía violação da boa-fé, pois o *earn-out* não proibia a compra de empresas concorrentes, nem impedia a Bio Science de alcançar suas metas. Durante as negociações, a parte vendedora solicitou – e lhe foi negado – o direito de veto sobre aquisições futuras, o que reforçava a permissibilidade de tais aquisições pelo comprador.

A Corte também considerou a alegação do vendedor de que a Cambrex desviou receitas da Bio Science para a Marathon. Porém, o vendedor não forneceu provas suficientes dessa conduta. A Corte ressaltou que, no caso de desvio de receitas, haveria violação da boa-fé, mas não foi esse o caso concreto.

Com base nesses fatores, a Corte julgou improcedentes todas as alegações do vendedor, concluindo que o contrato, devidamente revisado pelas partes, prevalecia sobre as alegações de promessas não documentadas.

Já no caso *O'Tool v. Genmar Holdings*,[73] a Corte de Apelação do 10º Circuito, aplicando as leis do Estado de Delaware, nos Estados Unidos, concluiu que a Genmar agiu com desonestidade e "design furtivo" durante o período de *earn-out* na condução da empresa adquirida. O contrato de compra e venda da Horizon, empresa de construção de barcos da família O'Tool, estipulava que o pagamento estaria dividido em dois componentes: (1) um pagamento em dinheiro de dois milhões e trezentos mil dólares, e (2) uma parte vinculada ao *earn-out*, calculada com base em um período de cinco anos, no qual a quantia seria

---

[72] "A buyer is not obligated to relinquish total operational control to the former CEO and controlling shareholder of an acquired company merely because the acquisition agreement includes a profit-sharing clause" (ESTADOS UNIDOS. Tribunal de Apelações do Segundo Circuito. *Caso Nº 07-4063-cv, Rubin Squared, Inc. v. Cambrex Corporation*, julgado em: 25 mar. 2009. Disponível em: https://casetext.com/case/rubin-squared. Acesso em: 15 jul. 2024).

[73] Id. Tribunal de Apelações do Décimo Primeiro Circuito. *Caso Nº 387 F.3d 1188, United States v. Council*, julgado em: 02/11/2004. Disponível em: https://www.leagle.com/decision/20041575387f3d118811464. Acesso em: 15 jul. 2024.

correspondente a uma porcentagem da receita bruta anual gerada pela venda de barcos, *trailers*, peças e acessórios da marca Horizon.

Para atingir o *earn-out*, cujo valor máximo foi estipulado em cinco milhões e duzentos mil dólares,[74] a Genmar deveria celebrar contratos com o fundador da Horizon, Sr. Pepper, além da sua filha e seu genro, para que eles assumissem posições na administração da nova empresa GMK, sendo que Pepper ocuparia a presidência. O Sr. Pepper estava confiante de que alcançaria o *earn-out* com base nas declarações dos executivos da Genmar de que os barcos Horizon seriam os "campeões de venda da GMK".

Todavia, após a venda, a Genmar rapidamente mudou de postura. As operações da GMK tomaram rumos contrários às expectativas dos vendedores, impactando negativamente a possibilidade de alcançar as metas do *earn-out*. Primeiro, a marca Horizon foi renomeada para Nova; e, em seguida, a Genmar priorizou outras marcas de barco que produzia, tais como Ranger e Crestliner, direcionando toda a produção da GMK para a construção de barcos Crestliner em detrimento da produção dos barcos Nova.

Essas ações resultaram em uma grave crise na GMK e, mesmo após repetidas reclamações do Sr. Pepper, a Genmar fechou a fábrica da GMK quatro anos após a celebração do contrato. Horizon e a família O'Tool ingressaram com uma ação contra a Genmar, alegando fraude e violação do contrato de compra e venda. Os vendedores sustentaram que a conduta da Genmar durante o período contratual foi voltada a frustrar e impedir a realização do *earn-out*. Por outro lado, os compradores argumentaram que suas ações estavam contempladas nos termos do contrato, o que afastaria qualquer violação contratual.

A Corte de Apelação decidiu que as ações da Genmar efetivamente frustraram e impediram a realização do *earn-out*. A cláusula contratual estabelecia que o cálculo do *earn-out* se baseava nas vendas dos "barcos da marca Horizon", e a alteração imediata da marca para Nova, não prevista no contrato, impactou diretamente a realização do *earn-out*. Além disso, o fato da Genmar ter priorizado barcos de marcas desvinculadas do *earn-out* indicou que as ações

[74] "For a period of five (5) years from and after the Closing, Purchaser agrees to remit to Seller as additional consideration and part of the aggregate Purchase Price hereunder an amount equal to a percentage of all annual gross revenues (Annual Gross Revenues), subject to achieving certain gross profit percentages (13% or more in the first year of GMK's operation, and 14% or more thereafter), from the sale of (i) Seller's Horizon (or any direct successor) brand boats, trailers, pre-rigging, parts and accessories (collectively the Seller Products) and (ii)the manufacture of Purchaser's boats (Genmar Holdings' brands) in Seller's Junction City, Kansas plant facility after the Closing Date, in each case of (i) and (ii) above based upon the annual published dealer list price to a maximum of $5,200,000 (the *Earn-out* Consideration)" (ESTADOS UNIDOS. Tribunal de Apelações do Décimo Primeiro Circuito. *Caso Nº 387 F.3d 1188, United States v. Council*, julgado em: 02/11/2004. Disponível em: https://www.leagle.com/decision/20041575387f3d118811464. Acesso em: 15 jul. 2024).

da empresa iam contra o contrato, ao impedir que a empresa-alvo atingisse as metas acordadas[75].

A decisão destacou que, no contexto do *earn-out*, o Sr. Pepper, como presidente da GMK, deveria ter tido a oportunidade de operar a empresa de forma a maximizar o *earn-out*. A Corte concluiu que a conduta da Genmar violou o contrato ao agir de maneira desonesta e investir em estratégias incompatíveis com os termos contratuais, especialmente no que se referia ao *earn-out*. Ficou evidente que a Genmar tinha outros interesses ao adquirir a Horizon, incluindo a remoção de um potencial concorrente do mercado.

Embora os casos *Rubin Squared* e *O'Tool* tenham desfechos distintos, é possível traçar comparações. Em ambos os casos, a Corte considerou não apenas a relação contratual, mas também a relação empresarial entre as partes após a venda. No entanto, a *ratio* do caso *O'Tool* inclui um elemento adicional ao afirmar que as ações das partes não podem frustrar ou impedir a realização do *earn-out*. Enquanto no caso *Rubin* as ações dos compradores não foram consideradas violadoras do *earn-out* devido à falta de fundamentos contratuais por parte dos vendedores, no caso *O'Tool* a conduta da Genmar foi reprimida pela Corte, pois atentava diretamente contra o *earn-out*.

Portanto, em casos em que o vendedor não atinge as metas do *earn-out* devido a problemas de gestão ou mudanças abruptas em produtos vinculados ao *earn-out*, a *ratio* das decisões foi a de preservar a função do pacto, ou seja, a interferência judicial ocorre quando a conduta da parte compromete a realização das metas pelo vendedor e, consequentemente, a valorização da empresa-alvo.

Além disso, observa-se nos casos que a transferência de titularidade e do controle da empresa para o comprador é regulada pelo contrato de compra e venda. Todavia, a relação entre as partes após a venda é moldada pelos termos do *earn-out*. As ações do novo controlador não são limitadas pelo contrato, mas ele deve assumir a responsabilidade por alterações substanciais que impactem o *earn-out*.

No Direito Norte-americano, há exceções ao princípio da "preservação da função do pacto", como nos casos em que o contrato concede ao comprador "poderes absolutos", permitindo-lhe tomar decisões sobre a empresa adquirida. Essa abordagem foi verificada no

---

[75] "The evidence was sufficient to support the conclusion that defendants believed (but were ultimately incorrect) that they could still turn a profit through the production of Ranger and Crestliner boats at Genmar Kansas while simultaneously preventing Mr. Pepper from realizing any *earn-out* by stifling the production of Horizon boats and reimbursing Genmar Kansas only at standard cost for the production of other boats" (ESTADOS UNIDOS. Tribunal de Apelações do Décimo Circuito. *Caso Nº 03-3094*, *O'Tool v. Genmar Holdings, Inc.*, julgado em: 03/11/2004. Disponível em: https://casetext.com/case/otool-v-genmar-holdings-inc. Acesso em: 15 jul. 2024).

caso *Yarborough v. DeVilbiss Airpower, Inc.*,[76] em que o contrato garantiu ao comprador o direito de determinar os termos das vendas dos produtos vinculados ao *earn-out*, inclusive a decisão de realizar ou não essas vendas.

Nesse caso, o de *Yarborough v. DeVilbiss Air Power, Inc.*, a Corte de Apelação do 8º Circuito foi chamada para interpretar o contrato de venda da empresa Ex-Cell Manufacturing Company ("Ex-Cell"), de propriedade de Lewis Yarborough e Robert Williamson, para a DeVilbiss Air Power, Inc. Os vendedores alegaram que a DeVilbiss havia violado o dever implícito de boa-fé decorrente do contrato de compra e venda ao reduzir os pagamentos de *earn-out* após 1997.

O contrato previa que o *earn-out* seria calculado com base na receita líquida de produtos específicos, excedendo um valor base de oitenta e cinco milhões de dólares. Nos primeiros dois anos após a venda, 1996 e 1997, as vendas da DeVilbiss superaram esse valor, resultando no pagamento de um *earn-out* de um milhão de dólares para os vendedores. Porém, a partir de 1998, as vendas caíram abaixo do valor de base, o que resultou em um pagamento menor de *earn-out*, levando os vendedores a alegarem que haviam sido enganados. Eles argumentaram que confiaram em declarações do presidente da DeVilbiss, Bill Allen, que supostamente garantiu o pagamento de pelo menos um milhão de dólares a título de *earn-out* até 1998.

Tanto a Corte Distrital quanto a Corte de Apelação decidiram contra os vendedores, argumentando que não havia provas de que Bill Allen havia feito tais garantias. A Corte de Apelação enfatizou que os vendedores eram empresários sofisticados, representados por advogados, e que não era razoável confiar em declarações não escritas que contradiziam o contrato detalhado entre as partes. Além disso, a Corte destacou que o contrato dava à DeVilbiss discricionariedade total sobre as vendas relevantes, incluindo o direito de decidir se venderia ou não para determinados clientes[77].

Um fator importante foi que, em 1998, a DeVilbiss decidiu interromper as vendas para o Wal-Mart, um cliente significativo cujas vendas estavam vinculadas ao cálculo do *earn-out*, e direcionou seus negócios para a Sears, que, por sua vez, não estava incluída na cláusula de *earn-out*. Embora essa mudança tenha afetado o valor do *earn-out*, a Corte considerou que o

---

[76] ESTADOS UNIDOS. Tribunal de Apelações do Oitavo Circuito. *Caso Nº 1249799, United States v. Salkil*, julgado em: 05/03/2005. Disponível em: https://caselaw.findlaw.com/court/us-8th-circuit/1249799.html. Acesso em: 15 jul. 2024.

[77] "In the instant case, all the individuals involved were sophisticated businessmen represented by experienced counsel, and, moreover, all of the alleged oral representations concerned matters that were explicitly addressed in the subsequent alteration of the contract. In these circumstances, we believe that it would be unreasonable to rely on an oral guarantee when that guarantee was quite obviously not included in the subsequent written draft of the contract. We thus do not believe that any reasonable jury could find that the plaintiffs' reliance was justifiable" (Ibid).

contrato dava à DeVilbiss o direito exclusivo de determinar os termos e condições das vendas, não havendo, portanto, violação do dever de boa-fé ou do contrato.

A Corte concluiu que, como o contrato conferia à DeVilbiss poderes absolutos sobre as vendas, incluindo a decisão de quais clientes priorizar, não havia violação ao dever implícito de boa-fé. A decisão foi baseada na ideia de que os termos negociados e aceitos pelas partes devem prevalecer, e o tribunal não pode imporia obrigações não previstas no contrato.

Já no caso *Sonoran Scanners Inc. v. PerkinElmer, Inc.*, julgado pela Corte de Apelação do 5º Circuito em 2009, a Corte ampliou a aplicação do dever de boa-fé em contratos envolvendo *earn-out*. A PerkinElmer adquiriu a Sonoran Scanners, uma empresa de impressão gráfica e industrial, por três milhões e quinhentos mil de dólares pagos no fechamento do negócio, com um *earn-out* vinculado às vendas de um produto específico, o CTP, entre 2001 e 2006. O contrato previa que a PerkinElmer deveria pagar certas quantias adicionais se as metas de vendas fossem atingidas.

Todavia, apenas uma máquina foi vendida entre 2001 e 2004, resultando na ausência de pagamentos adicionais de *earn-out*. Em 2004, a PerkinElmer vendeu os ativos da Sonoran para uma terceira empresa, a MacDermid, Inc., e encerrou as atividades da subsidiária, demitindo seus empregados, incluindo o fundador da Sonoran, Sr. Donahue, que havia sido contratado pela PerkinElmer como diretor-geral.

Os vendedores processaram a PerkinElmer, alegando que a empresa havia violado o contrato ao não cooperar adequadamente com a Sonoran e ao falhar em usar "esforços razoáveis" para promover as vendas dos produtos CTP. Embora a Corte Distrital tenha rejeitado a maioria dos argumentos dos vendedores, a Corte de Apelação reverteu parcialmente essa decisão, afirmando que a PerkinElmer havia falhado em cumprir o dever implícito de fazer esforços razoáveis para promover as vendas e maximizar o *earn-out*.

A Corte de Apelação considerou que, embora o contrato não previsse explicitamente o dever de esforços razoáveis, esse dever era implícito, tendo em vista a importância do *earn-out* no acordo. A decisão destacou que os vendedores tinham uma expectativa legítima de que a PerkinElmer faria esforços razoáveis para promover as vendas dos produtos CTP durante o período do *earn-out*, especialmente considerando que grande parte do pagamento da compra foi direcionada aos credores da Sonoran, e não aos acionistas.

Os próximos casos analisados pertencem ao grupo em que, apesar das metas ajustadas no *earn-out* terem sido atingidas, os compradores, com base em alguma justificativa, decidem não pagar os valores devidos a título de preço contingente. Em resumo, os compradores frequentemente alegam que os vendedores cometeram alguma irregularidade ou violação dos

termos do contrato, o que, segundo sua perspectiva, lhes daria o direito de reter as parcelas supostamente devidas a título de *earn-out*.

De forma geral, três hipóteses de casos estão inseridas nesse grupo: a primeira envolve condutas do vendedor antes do início do período de *earn-out*, verificando-se atitudes que, de acordo com o comprador, afetaram o cálculo ou pagamento do preço contingente. A segunda hipótese se refere a uma alegada violação durante o curso da execução do *earn-out*, no qual o comprador afirma que o vendedor teria cometido alguma conduta violadora da cláusula do *earn-out* enquanto o período de execução ainda estava em andamento. Por fim, a terceira hipótese trata de condutas ilícitas após o término do período de *earn-out*, quando o comprador alega que o vendedor cometeu alguma infração após o fim do período, ou seja, depois de já ter recebido os pagamentos, mas que seria contrária à cláusula de preço contingente.

Nesse sentido, destaca-se agora o caso *Comet System, Inc. Shareholders' Agent v. MIVA, Inc.*, decidido em 2008 pela Corte de Delaware[78] envolveu uma disputa sobre o cálculo de *earn-out* após a MIVA adquirir a Comet. A MIVA adquiriu a Comet por meio de um contrato de compra e venda de participações societárias, cujo preço a ser pago aos acionistas da Comet estava dividido em duas partes: um pagamento inicial em dinheiro imediatamente após o fechamento e pagamentos adicionais a título de *earn-out*, cujo montante estava atrelado ao desempenho da Comet de acordo com metas específicas para os anos de 2004 e 2005.

O *earn-out* tinha como valor máximo dez milhões de dólares, com metade desse valor podendo ser obtido pelo cumprimento de três metas de performance, cada uma delas com um valor máximo de um milhão e sessenta e sete mil de dólares por ano, o que totalizaria cinco milhões de dólares a título de *earn-out* em cada ano. Essas metas envolviam três aspectos específicos da plataforma digital chamada *Genesis* - utilizada para o ensino da língua inglesa.

As metas de performance consistiam em: (i) atingir um número específico de usuários na plataforma *Genesis* (meta de usuários); (ii) alcançar uma receita média de meio dólar por usuário, com a condição de que essa receita deveria exceder os custos operacionais e despesas não recorrentes por pelo menos três centavos de dólar por usuário (meta de receita); e (iii) obter um lucro de pelo menos seis centavos de dólar por usuário até o final de 2004 (meta de lucro).

No cálculo de 2005, a MIVA concluiu que os acionistas da Comet teriam direito a receber apenas dois milhões e setecentos mil de dólares como *earn-out*, argumentando que a

---

[78] ESTADOS UNIDOS. Tribunal de Chancelaria de Delaware. *Caso Nº 2793-VCL*, *Comet Systems, Inc. Shareholders' Agent, et al. v. Miva, Inc.*, julgado em: 22/10/2008. Disponível em: http://caselaw.findlaw.com/de-court-of-chancery/1267797.html. Acesso em: 15 jul. 2024.

inclusão de um bônus de oitocentos mil dólares pago aos empregados da Comet, relacionado à transação de compra da empresa (*change-of-control bonus*), havia impactado negativamente o cumprimento das metas de receita e lucro. A MIVA alegou que o bônus deveria ser considerado um custo operacional e, por isso, deveria ser incluído no cálculo de custos que afetava o *earn-out*.

Os vendedores contestaram essa alegação, afirmando que o bônus deveria ser tratado como uma despesa única e não recorrente, de acordo com a redação do contrato. Portanto, não deveria ser incluído no cálculo do *earn-out*. Os vendedores alegaram que a inclusão indevida desse bônus no cálculo de custos impediu que as metas de receita e lucro fossem atingidas.

A Corte de Delaware decidiu em favor dos vendedores. A Corte analisou o contrato e entendeu que o bônus constituía uma despesa única e não recorrente, conforme a definição contratual, e que, por esse motivo, não deveria ser considerado no cálculo dos custos operacionais da Comet para fins de cálculo do *earn-out*. O Vice-Chancellor Lamb, responsável pelo julgamento, destacou que o *earn-out* é uma ferramenta comum em transações de fusão e aquisição, nas quais os vendedores frequentemente têm expectativas mais otimistas sobre o desempenho futuro da empresa em comparação aos compradores. Nesse sentido, custos e despesas que decorrem diretamente da transação de venda, tais como o bônus, não são representativos dos custos futuros do negócio e, então, devem ser excluídos do cálculo de *earn-out*[79].

A decisão da Corte resultou na exclusão dos oitocentos mil dólares pagos como bônus dos custos operacionais, o que elevou o lucro por usuário em 30 centavos de dólar, atingindo, assim, a meta de lucro estipulada no contrato. Com essa decisão, os acionistas da Comet passaram a ter direito ao pagamento total do *earn-out* referente à meta de receita, calculado em um milhão e setecentos mil dólares.

---

[79] "A closer look at the purpose for which the 'one-time, non-recurring expense' exclusion is being applied-the calculation of an earnout payment-is instructive. Earnouts are typically used where the buyer and seller cannot agree on a price because the seller is more optimistic about the future prospects of a business than is the buyer.23 As a result, charges and costs which occur as a result of the merger and are not expected to be representative of future costs in the business are reasonably excluded.24 The natural reading of 'one-time, non-recurring expenses' is to exclude exactly such charges.25 It may be that Comet paid out bonuses in the past, and that the merger bonus served the same metaphysical purpose to retain employees. But, unlike Comet's normal bonuses, the merger bonus was designed for an entirely different reason. It was not to compensate the employees for their revenue generating work, but to compensate them for bearing the risk of job-loss and dislocation that often accompanies a corporate acquisition. This is a risk the employees would not have faced but for the sale process, and no payout to them would have been required under the normal course of business but for the consummation of the merger" (ESTADOS UNIDOS. Tribunal de Chancelaria de Delaware. *Caso Nº 2793-VCL*, *Comet Systems, Inc. Shareholders' Agent, et al. v. Miva, Inc.*, julgado em: 22/10/2008. Disponível em: http://caselaw.findlaw.com/de-court-of-chancery/1267797.html. Acesso em: 15 jul. 2024).

Além disso, a Corte também condenou a MIVA ao pagamento de indenização aos acionistas da Comet pela recusa e demora no pagamento do *earn-out*, além de obrigá-la a pagar juros legais (*statutory interest*) pelos valores devidos entre os anos de 2015 e 2016, em decorrência do não cumprimento do contrato.

Esse caso é um exemplo claro de como, em contratos de *earn-out*, a correta definição de despesas e custos operacionais pode ser crucial para determinar o valor a ser pago ao vendedor. A Corte reforçou a importância de seguir rigorosamente os termos acordados no contrato, especialmente em relação a despesas excepcionais ou não recorrentes, como o bônus de mudança de controle, que não deveriam ser considerados no cálculo das metas de *earn-out*.

Conforme visto acima, a segunda hipótese mencionada concerne aos casos nos quais as metas são atingidas e, assim, em tese é devido o *earn-out*, mas o comprador se recusa a pagar o preço adicional por entender que o vendedor cometeu algum ilícito no curso do período do *earn-out* ou por outro motivo vinculado ao contrato.

Um caso que ilustra essa hipótese foi brevemente relatado na primeira parte deste trabalho, quando se analisou o conceito, a causa e a função do *earn-out*. Trata-se do caso *Serafim Lampião v. Catuaba S.A.*, cujos detalhes e análise jurídica aprofundada foram elaborados em parecer[80].

Segundo consta desse parecer, Serafim Lampião celebrou com Catuaba S.A. um contrato de cessão e transferência de quotas, pelo qual o primeiro cedeu parte de suas quotas da Catuaba Capivara ao segundo. Pela operação, o cedente Serafim ficou com quarenta por cento das quotas e permaneceu como administrador da Catuaba Capivara, sendo o preço do contrato ajustado em duas parcelas, uma fixa e outra variável, esta última correspondendo ao *earn-out*. O preço variável foi calculado pela aplicação de fórmulas de acordo com o valor do lucro líquido ajustado, considerando "cenários de rentabilidade" previstos pelas partes (metas financeiras), além de um período de *earn-out* estabelecido em trinta e seis meses.

Muito antes de esgotado o período de *earn-out*, sob a gestão de Serafim, a Catuaba Capivara superou as metas financeiras, acarretando o direito do cedente ao recebimento de valores a título de preço contingente. Contudo, a despeito do atingimento das metas, a compradora Catuaba S.A. se recusou a efetuar os pagamentos, alegando a incidência de um fato que retiraria o direito de Serafim aos valores a título de *earn-out*.

---

[80] 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. Revista de Arbitragem e Mediação*, São Paulo, v. 11, n. 42, p. 153-188, jul./set. 2014. O caso também foi analisado em: Id. *A boa-fé no direito privado*: critérios para a sua aplicação. São Paulo: Marcial Pons, 2015, p. 461-463.

Segundo a compradora, esse fato estaria contemplado por hipóteses previstas no contrato e em acordo de sócios, elaborado após a operação, referente à inocorrência de determinados eventos:

> (i) renúncia de Serafim Lampião à administração da Catuaba Capivara ou (ii) à sua destituição por hipóteses previstas no Acordo de Sócios: (a) realização ou participação em transações de intermediação imobiliária sem o devido reflexo jurídico e contábil; (b) realização ou participação em operações irregulares tais como definidas nas regras do Coaf; (c) atuação em desacordo com o contrato social e acordo de sócios; (d) desvio de fundos da Catuaba 2; (e) participação direta ou indireta em outra sociedade concorrente, em violação ao disposto no acordo de sócios firmado entre as Partes e mencionado na cláusula de não concorrência deste acordo; (f) participação em empresa incorporadora ou prestação de serviço remunerado a incorporadora; (g) participação em empresa que tenha objeto social ou finalidade que não condiz com a moral e boa ética; (h) conduta irregular comprometendo a imagem e relacionamento da Catuaba ou da Sociedade junto aos clientes incorporadores.

De acordo com a Catuaba S.A., Serafim havia cometido "conduta irregular comprometendo a imagem e relacionamento da Catuaba ou da Sociedade junto aos clientes incorporadores", o que acarretou a destituição de Serafim Lampião da administração da empresa e, por conseguinte, a perda do *earn-out*. O fato que gerou toda a controvérsia dizia respeito a Serafim ter "verbalmente e por escrito, de modo bastante hostil, pronunciado impropérios e palavras ofensivas" aos executivos de uma das maiores incorporadoras do Brasil.

No parecer citado, após aprofundada análise, Judith Martins-Costa concluiu não ter havido correlação entre a irregularidade da conduta e sua capacidade de comprometer a imagem das sociedades Catuabas, não legitimando a destituição de Serafim do cargo de administrador. Na opinião da professora, portanto, a destituição do cargo de administrador se revelou um ato arbitrário, devendo ser mantido o direito de Serafim receber o *earn-out*, tendo em vista o alcance das metas.[81]

O último caso a ser analisado no grupo em que o comprador, mesmo com o atingimento das metas, se recusa a pagar os valores devidos a título de *earn-out*, é o de *Chambers and*

---

[81] "(...) ao mencionar a figura do *Earn Out,* parágrafos acima, referi à função dessa cláusula, consistente em permitir que o negócio de aquisição societária atinja, para o adquirente, os fins de rentabilidade e lucro aos quais predisposto, por meio da colaboração do alienante numa fase de transição empresarial previamente demarcada, proporcionando ao alienante, o justo preço pelas quotas ou ações alienadas e a justa retribuição financeira pelo seu esforço empresarial, estando o atingimento das metas no cerne causal e funcional da figura. Não há dúvidas, nem sequer é contestável que, para a adquirente Catuaba, a causa da contratação do *Earn Out* viu-se perfeitamente realizada, as metas financeiras perspectivadas quando da aquisição tendo sido atingidas e até mesmo superadas" (MARTINS-COSTA, Judith. *A boa-fé no direito privado*: critérios para a sua aplicação. São Paulo: Marcial Pons, 2015, p. 15).

Wheeler v. Genesee & Wyoming, julgado pela Corte de Delaware em 2005[82]. Esse caso corresponde à hipótese na qual o comprador imputa ao vendedor alguma conduta contrária ao contrato cometida após o término do período da cláusula de *earn-out*.

Nesse referido caso, Chambers e Wheeler constituíram uma empresa chamada Rail-One, cuja atividade principal era a construção de pequenas ferrovias no Canadá. Buscando expandir o negócio, Chambers e Wheeler iniciaram negociações com a Genesee & Wyoming, Inc., uma empresa consolidada no setor ferroviário, listada na Bolsa de Nova Iork. Após um período de tratativas, formou-se uma *joint venture* entre as partes, na qual Rail-One e Genesee detinham participações iguais de 47% na Genesee Rail-One, sendo o restante distribuído entre Chambers, presidente da *joint venture*, e Wheeler, diretor financeiro.

Alguns anos depois, devido a dificuldades financeiras, Chambers e Wheeler começaram a negociar com a Genesee a venda da totalidade de suas participações na *joint venture*. Em 1999, a venda foi concretizada, e, como resultado, a Genesee tornou-se controladora da Genesee Rail-One. O acordo de venda incluía diversos componentes, mas o ponto central da controvérsia envolvia as opções de compra de ações. Segundo o acordo, Chambers e Wheeler teriam o direito de adquirir quarenta mil ações da Genesee ao preço de aproximadamente oito dólares por ação, desde que o EBITDA da Genesee Rail-One superasse nove milhões de dólares ao final de cada ano entre 1999 e 2003. Se as metas fossem atingidas, as opções poderiam ser exercidas até o final de 2013.

O conflito entre as partes começou quando, para Chambers e Wheeler, as atividades da *joint venture* haviam consistentemente superado o EBITDA de nove milhões de dólares em todos os anos. Contudo, a Genesee discordou justificando que, se o cálculo do EBITDA fosse ajustado conforme os termos do contrato, o valor não teria sido atingido em pelo menos dois anos.

A Genesee não contestava os números dos balanços públicos, nos quais disponibilizavam que a Genesee Rail-One havia superado os nove milhões de dólares de EBITDA de 2000 a 2002. Porém, a empresa alegava que os valores estavam "inflados" e que, se ajustados corretamente, o EBITDA da Genesee Rail-One não teria ultrapassado nove milhões de dólares em nenhum desses anos, o que resultaria na não liberação do *earn-out*.

A Corte de Delaware analisou os termos do contrato, particularmente a definição de EBITDA que era descrita como "Receita das Operações menos os Custos Operacionais,

---

[82] ESTADOS UNIDOS. Tribunal de Chancelaria de Delaware. *Caso Nº 64550, Geoffrey Chambers e Robert Wheeler v. Genesee & Wyoming Inc.*, julgado em: 11/08/2005. Disponível em: https://law.justia.com/cases/delaware/court-of-chancery/2005/64550-1.html. Acesso em: 15 jul. 2024.

acrescidos de Depreciação e Amortização". O item "Operações" contemplava as atividades econômicas relacionadas ao negócio de ferrovias e serviços, incluindo transporte de carga, reparo de vagões e produtos relacionados. O item "Despesas Operacionais", por sua vez, significavam as despesas decorrentes do curso normal dos negócios, excluindo perdas na venda de ativos e encargos com juros[83].

As partes concordavam com as definições contratuais de EBITDA, "Operações e Despesas Operacionais", mas a disputa se concentrava em como os resultados reais da Genesee Rail-One deveriam ser calculados. Em outras palavras, quais custos poderiam ser incluídos no balanço ajustado preparado pela Genesee.

A principal divergência envolvia uma cobrança fixa anual de cento e oitenta mil dólares que a Genesee impôs à Genesee Rail-One, referente a serviços prestados pela controladora Genesee Rail Services. Para Chambers e Wheeler, essa cobrança artificialmente inflava os custos e impedia que o EBITDA da Genesee Rail-One ultrapassasse os nove milhões de dólares. A Corte concordou com esse argumento, concluindo que, segundo os termos do contrato, tais alocações de custos não poderiam ser incluídas no cálculo do EBITDA.

Dessa maneira, a Corte entendeu que a Genesee não poderia incluir essas cobranças mensais à Genesee Rail-One como uma alocação de serviços prestados, pois isso contrariava a intenção contratual e impedia que Chambers e Wheeler recebessem suas opções de compra de ações. A leitura das definições contratuais indicava que cobranças ou alocações de custos da Genesee para a Genesee Rail-One não deveriam influenciar o cálculo do EBITDA. Dessa forma, como a Genesee havia calculado o EBITDA de forma equivocada e em seu próprio favor, a Corte decidiu que Chambers e Wheeler tinham direito ao exercício das opções de compra de ações da Genesee.

Embora os casos aqui descritos sejam, em sua maioria, baseados no Direito Norte-americano, eles fornecem valiosas orientações sobre a funcionalidade do *earn-out* em situações concretas. Esses precedentes podem oferecer *insight*s relevantes para a resolução de impasses envolvendo cláusulas de *earn-out* no direito brasileiro. Em todas as decisões analisadas, a interpretação dos contratos, das negociações e dos instrumentos foi fundamental para que as Cortes proferissem um resultado adequado às circunstâncias de cada caso.

---

[83] Na íntegra: "Operating Expenses means expenses incurred in the normal course of business to support Operations excluding losses on sale of assets and interest expense" ESTADOS UNIDOS. Tribunal de Chancelaria de Delaware. *Caso Nº 64550, Geoffrey Chambers e Robert Wheeler v. Genesee & Wyoming Inc.*, julgado em: 11/08/2005. Disponível em: https://law.justia.com/cases/delaware/court-of-chancery/2005/64550-1.html. Acesso em: 15 jul. 2024.

Sob a ótica do dever de diligência do administrador, Gabriel Buschinelli exemplifica alguns desses conflitos envolvendo o *earn-out* no âmbito do Direito Societário:

> Seria contrária ao dever de diligência a atuação do vendedor que permanecesse como administrador e atuasse, por exemplo, para adiantar receitas apenas para que a condição fosse alcançada, ainda que o comportamento fosse economicamente irracional e prejudicial ao interesse social; ou a atuação do comprador que, assumindo o comando da gestão social, passasse a promover investimentos de longo prazo que deprimissem o lucro e que não se apresentassem condizentes com padrões de boa técnica de gestão societária, ou que retardasse a cobrança de créditos, ou que se aproveitasse de oportunidades comerciais pertinentes à sociedade por meio de outras sociedades que controlasse e que integrassem o mesmo grupo societário de fato[84].

Embora Buschinelli enquadre as hipóteses acima descritas como contrárias ao dever de diligência[85], também pode-se verificar exemplos de violações ao dever de lealdade (Art. 155, caput, da Lei das S.A.)[86] e caracterização de conflito de interesses[87]. Por exemplo, imagine-se o caso em que o vendedor-administrador investe - tempo e recursos - unicamente nos produtos vinculados ao *earn-out* em detrimento de melhores oportunidades, ou ainda, quando o controlador se desfaz de algum bem integrante do patrimônio da sociedade, sendo este essencial

---

[84] BUSCHINELLI, Gabriel Saad. *Compra e venda de participações societárias de controle.* São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 142.

[85] Ainda que, de acordo com a doutrina, o dever de diligência seja o centro de onde se analisam não só "meros desdobramentos do padrão de comportamento dos administradores", conforme destaca LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEREIRA, José Luiz. O Projeto de Lei e a Exposição Justificativa. *In*: _____; _____. *A lei das S.A: pressupostos, elaboração, aplicação*. Rio de Janeiro: Renovar, 1997, p. 235. No mesmo sentido: "todas as condutas, especialmente para fins de responsabilização, devem ser analisadas sob o dever de diligência" (SAMPAIO CAMPOS, Luiz Antonio. Deveres e Responsabilidades. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEREIRA, José Luiz (coords). *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, v. I, p. 1087).

[86] "Art. 155. O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os negócios (...)". Herbert Wiedeman expõe que o dever de lealdade não decorre "não da confiança nele depositada e, de outro lado, como dever típico de administrador de bens de não usar sua posição para perseguir interesses patrimoniais próprios" (WIEDEMAN, Herbert. Vínculos de lealdade e regra de substancialidade: uma comparação de sistemas. *In*: VON ADEMK, Marcelo Vieira (coord.). *Temas de direito societário e empresarial contemporâneo*. Liber Amicorum: Prof. Dr. Erasmo Valladão de A. N. França. São Paulo: Malheiros, 2011, p. 149). No mesmo sentido, Salles de Toledo: "Dever servir à companhia, e não servir-se dela" (SALLES DE TOLEDO, Paulo Fernando Campos. *O conselho de administração na sociedade anônima*. São Paulo: Atlas, 1997, p. 58).

[87] Segundo Spinelli, conflito de interesses "ocorre quando da tomada de uma decisão de gestão, a qual é influenciada por ter o administrador interesse pessoal contraposto ao interesse da sociedade. Em outras palavras, há conflito de interesses (...) na administração da sociedade anônima quando o gestor, de posse de informações de conteúdo íntimo, utiliza sua posição e, tendo interesse particular que influencia de modo determinante alguma ação ou omissão (competência individual ou colegiada – mas do qual ele participa), acaba por auferir vantagem de modo doloso ou culposo – nos termos do arts. 187, 189, II e III, da Lei 6.404/76 – sendo este último mais raro) em detrimento da companhia" (SPINELLI, Luís Felipe. *Conflito de interesses na administração da sociedade anônima*. São Paulo: Malheiros, 2012, p. 13). Von Adamek também observa: "[O] conflito de interesses pode ser direto ou indireto. O direto ocorre nas hipóteses que o interesse da companhia e do administrador situam-se em polos antagônicos. O indireto é aquele em que, em potencial conflito com o da companhia, não se encontra o interesse do próprio administrador, mas o de outra pessoa a favor de quem ele age, ou de quem possa ser, de alguma forma, beneficiado" (VON ADAMEK, Marcelo Vieira. *A responsabilidade civil dos administradores e as ações correlatas.* São Paulo: Saraiva, 2009, p. 161).

para verificar as condições do *earn-out*, recomprando-o após o término do período da cláusula[88].

Excetuando as situações em que há uma clara violação dos deveres fiduciários por parte de um dos envolvidos no *earn-out*, como os exemplos ilustrados acima, há casos em que a linha divisória entre a discricionariedade legítima dos administradores e controladores, e a promoção de interesses pessoais é bastante tênue. Nesses casos limítrofes, é fundamental adotar um critério objetivo que possa servir de parâmetro para determinar se houve ou não quebra de dever fiduciário, ou até mesmo para avaliar se a responsabilidade do administrador deve ser excluída.

A proposta aqui apresentada é que, tanto o vendedor-administrador quanto o comprador-controlador, devem observar, durante a execução do *earn-out*, o "curso normal dos negócios"[89], compreendido como a realidade das operações da empresa no momento em que a *due diligence* foi concluída antes da negociação da operação[90]. Isso significa que as decisões tomadas no período de verificação das condições vinculadas ao *earn-out* devem se alinhar ao histórico de atuação da empresa, além de dever não se desviar substancialmente da forma como os negócios foram conduzidos até aquele ponto, salvo circunstâncias extraordinárias, imprevisíveis e alheias ao controle das partes.

Em sentido contrário, com forte crítica à utilização do curso normal dos negócios sem que haja previsão expressa no contrato, confira a lição de Paulo Cezar Aragão:

> A existência de uma cláusula de *earn-out* impõe qualquer obrigação ao comprador de conduzir o negócio adquirido de alguma maneira específica? É evidente que não. Para impor ao comprador o dever de conduzir o negócio adquirido de alguma maneira específica, o contrato precisaria ter uma cláusula expressa nesse sentido, o que não é incomum. No entanto, no caso concreto, ao invés disso, o Contrato conferiu ao comprador o poder de nomear a nova

---

[88] A doutrina oferece, ainda, outros exemplos: "Os comentaristas e a jurisprudência da corte norte-americana de Delaware dão conta de casos de negligência ou dolosa administração ('*management*') dos interesses envolvidos no período de Earn Out'. Também em conflito de interesses e de conflitos resultantes da própria pactuação da cláusula, seja no concernente ao método de cálculo, seja no cumprimento das condições acordadas. Isso porque, por vezes, os sócios administradores, desviando-se da função econômico-social do *Earn Out*, arranjam pretextos, no mais das vezes apenas amparados nas lacunas contratuais, para diminuir a parcela do preço" (MARTINS-COSTA, Judith. *A boa-fé no direito privado*: critérios para sua aplicação. São Paulo: Marcial Pons, 2015, p. 463).

[89] PIVA, Luciano Zordan. *O earn-out na compra e venda de empresas.* São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 135.

[90] O padrão "curso normal dos negócios" é utilizado também em decisões judiciais para considerar a realidade comercial do empresário referente às suas transações comerciais e controle dos ativos para venda e destinados ao processo de produção. Nesse sentido, ver trecho do Acordão do Tribunal de Justiça de São Paulo: "A requerente, na qualidade de comerciante, deveria zelar pela perfeita documentação de suas transações comerciais, e nisso incluem-se as notas fiscais de aquisição das mercadorias e ativos permanentes, o controle dos ativos para a venda no curso normal dos negócios, aqueles destinados ao processo de produção para venda e ainda, na forma de materiais ou suprimentos a serem consumidos nos processos de produção ou na prestação de serviços, não se justificando a alegação de desconhecimento da exigência contida na ação, que foi disponibilizada através do sítio eletrônico da requerida (fls. 98)" (SÃO PAULO (Estado). Tribunal de Justiça. *Apelação Cível nº 3000026-89.8.26.0604*, Relator Des. Alicies Leopoldo e Silva Júnior, 1ª Câmara de Direito Privado, 2ª Vara Cível, Sumaré, julgado em: 13/09/2016).

> administração, deixando claro para o vendedor que o comprador não tinha nenhum compromisso de seguir a mesma linha de administração e condução dos negócios. Parece-me, em razão disso, que não há de se falar aqui em quebra de legítimas expectativas. Se o vendedor verdadeiramente tinha alguma expectativa de que o comprador manteria a mesma forma de gestão, essa expectativa não era, em uma palavra, legítima[91].

Concretamente, as partes devem orientar suas atividades baseando-se nas práticas previamente estabelecidas pelo vendedor, sem introduzir grandes mudanças, exceto em casos de força maior ou mudanças externas imprevisíveis. Esse parâmetro visa garantir que os números econômicos, contábeis e financeiros, bem como a forma de conduzir as atividades da empresa, permaneçam consistentes com aqueles identificados durante a *due diligence* que serviu de base para a negociação e fechamento do negócio.

Um exemplo da aplicação do *standard* do "curso normal dos negócios" foi utilizado pelo Desembargador Francisco Loureiro, em um julgamento no Tribunal de Justiça de São Paulo (TJSP). Nesse caso, o conceito foi adotado em uma cláusula contratual de aquisição de ações, e o tribunal destacou quais medidas poderiam ser adotadas pelo vendedor com base nesse conceito, orientando assim a conduta das partes e evitando práticas que poderiam ser vistas como oportunistas ou contrárias aos interesses da empresa. Confira-se:

> Até a concretização do contrato os vendedores deverão man- ter o curso normal dos negócios, tomando medidas razoáveis para a sua preservação, vedada a alienação de qualquer ativo pertencente à WIG e empresas controladas, assunção de empréstimos extraordinários para reparo ou manutenção da rede de telecomunicações e a não celebrar outros contratos de natureza financeira estranhos ao curso normal dos negócios.
> (...) As despesas ordinárias e atos de mera administração do curso normal dos negócios podem ser tomados pelos vende- dores, ora agravantes, independentemente de consentimento do comprador. Admitir o contrário e nisso tem razão os agravantes poderia, enquanto dura o litígio entre as partes, implicar em asfixia da empresa, colocando-a em posição vulnerável perante o comprador. De outro lado, prudente que toda e qualquer despesa, empréstimo ou investimento extraordinário, assim como alienação de qualquer bem do ativo imobilizado, se subordinem à prévia aprovação conjunta das partes, evitando, assim, eventual dilapidação da sociedade, na hipótese de sucesso do pleito da compradora[92].

---

[91] ARAGÃO, Paulo Cezar. Obrigações vinculadas à cláusula de earn-out prevista no contrato. *In*: GOUVÊA, Carlos Portugal; PARGENDLER, Mariana; LEVI-MINZI, Maurizio (orgs.). *Fusões e aquisições*: pareceres. São Paulo: Almedina, 2022. No mesmo sentido: "Em decorrência da interpretação conforme a boa-fé objetiva, para que a companhia objeto da operação e M&A mantenha o curso normal dos negócios adotados pelo vendedor, é necessária estipulação contratual nesse sentido, especificando a conduta administrativa a ser empregada pela sociedade adquirida. Caso contrário, os administradores que atuam durante o Período do *Earn-Out* não têm o dever de conduzir os negócios da companhia de acordo com as práticas de gestão até então utilizadas pelo vendedor" (EIZIRIK, Nelson. *M&A*: regime societário e contratual. São Paulo: Quartier Latin, 2024, p. 260).

[92] SÃO PAULO (Estado). Tribunal de Justiça. *Agravo de Instrumento nº 0028062-36.2012.8.26.0000*, Relator Des. Francisco Loureiro, 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, São Paulo, julgado em: 08/05/2012.

Portanto, com a aplicação do curso normal dos negócios, logra-se critério que pode auxiliar tanto nas decisões a serem tomadas pelas partes, administradores e controladores, quanto no julgamento de casos que eventualmente tornem-se litigiosos.

2.2 **Parâmetros para a análise da conduta das partes no período de *earn-out***

A interação entre a dimensão contratual e a societária é evidente na cláusula de *earn out*. Assim, para negociar a referida cláusula, é preciso que se alinhe os incentivos conferidos às partes com a persecução do interesse social, de tal forma que o comprador ou o vendedor (conforme um ou outro assuma a orientação última da gestão social) sejam incitados a maximizar o lucro de longo prazo, e não a privilegiar a obtenção das metas fixadas no contrato à custa dos desenvolvimentos futuros da sociedade. A cautela se justifica porque, funcionalmente, está-se diante de uma cláusula contratual fixada entre comprador e vendedor, mas que toma como pressuposto a gestão da sociedade, o que suscita indiretamente a problemática da adequação dos incentivos na remuneração dos administradores[93].

A gestão da sociedade permitirá ou não a verificação dos eventos condicionantes. É essencial, por conseguinte, que seja definido na cláusula de *earn out* a quem cabe a orientação da administração da sociedade, além dos poderes de veto ou de deliberação atribuídos ao outro contratante, sobretudo no que diz respeito a medidas que podem impossibilitar o atingimento dos eventos condicionantes como seria o caso da fusão, incorporação ou liquidação da sociedade, ou que possam impactar o lucro, como seria o caso da integração gerencial com outras sociedades integrantes do grupo societário do comprador.

Os conflitos entre os contratantes surgem, normalmente, quando o contrato não é expresso a respeito de medidas societárias que tipicamente se colocam dentro da problemática de tutela das minorias societárias e que, igualmente, podem assumir relevância na verificação dos eventos condicionantes. É o caso das contratações entre partes relacionadas integrantes do grupo de fato do comprador ou do aproveitamento de oportunidades comerciais[94]. Em caso de

---

[93] LUNARDI FILHO, Ferdinando César. *A remuneração dos administradores das sociedades anônimas*. 2013. 277 f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013, p.38-44.

[94] Sobre o tema, ver: FRANÇA, Erasmo; ADAMEK, Marcelo Von. Aproveitamento de oportunidades comerciais da companhia pelo acionista controlador (*corporate opportunity doctrine*). *In*: _____; _____ (coords.). *Temas de direito empresarial e outros estudos em homenagem ao Prof. Luiz Gastão Paes de Barros Leães*. São Paulo: Editora Malheiros, 2014, p 88-110.

omissão contratual, o mero interesse econômico do vendedor na realização do evento condicionante não o autoriza a intervir na gestão da sociedade. Defende-se que a cláusula de *earn out*, a despeito de gerar uma comunhão de esforços entre as partes, não cria entre elas uma sociedade em comum ou sociedade em conta de participação. Tampouco se pode argumentar que por ser titular ao direito eventual de receber a parcela do preço, teria o comprador o direito de praticar atos destinados a conservá-los (CC, art. 130), o que fundamentaria o direito do vendedor de participar da gestão social ou limitá-la. Foi correta, nesse sentido, decisão em caso relativo à compra e venda de ações com cláusula de *earn out* em que o vendedor foi afastado da administração durante o período previsto para a verificação das condições, no qual se pleiteava também que a realização de operações e contratos pela sociedade (então sob o controle do comprador) ficasse subordinada ao seu prévio consentimento. Decidiu-se em caráter liminar que o vendedor teria direito a fiscalizar a gestão social, mas não de nela intervir, senão por meio de sua eventual recondução ao cargo de que avaliava ter sido injustamente despedido[95].

Em que pese não possuir o vendedor o poder de intervir diretamente na gestão, impõe-se como limite externo implícito à conduta das partes a proibição de adoção de comportamento malicioso tendente à verificação ou não verificação da condição, como já se mencionou. No âmbito da cláusula de *earn out*, a pauta concreta e específica para a avaliação do comportamento é o dever de diligência na administração dos negócios sociais (*business judgement rule*). Seria contrária ao dever de diligência a atuação do vendedor que permanecesse como administrador e atuasse, por exemplo, para adiantar receitas apenas para que a condição fosse alcançada, ainda que o comportamento fosse economicamente irracional e prejudicial ao interesse social; ou a atuação do comprador que, assumindo o comando da gestão social, passasse a promover investimentos de longo prazo que deprimissem o lucro e que não apresentassem condizentes com padrões de boa técnica de gestão societária, ou que retardasse a cobrança de créditos, ou que se aproveitasse de oportunidades comerciais pertinentes à sociedade por meio de outras sociedades que controlasse e que integrassem o mesmo grupo societário de fato[96]. Os efeitos

---

[95] SÃO PAULO (Estado). Tribunal de Justiça. *Apelação nº 124593-61.2012.8.26.0100*, Relator Des. Francisco Loureiro, 1ª Câmara de Direito Privado, São Paulo, julgado em: 02/10/2012.

[96] Os deveres fiduciários também se estendem aos acionistas controladores, especialmente no contexto de concentração acionária, pois como afirmou Calixto Salomão Filho: "o controlador é administrador por excelência do patrimônio alheio". E continua: "O controle externamente concentrado é um dado histórico e determinante da realidade societária brasileira. Em face dessa realidade, o legislador brasileiro procurou ser realista. O sistema foi elaborado em torno a figura do acionista controlador, tratado como verdadeiro centro decisório da sociedade. (...) Ocorre que em função da realidade societária supra descrita, o controlador é o administrador por excelência do patrimônio alheio. Em especial no direito brasileiro, onde além de determinar o seu destino último, também o administra na prática" (SALOMÃO FILHO, Calixto. *O novo direito societário*. São Paulo: Malheiros, 1999, p. 193-194). No mesmo sentido: "Não é mais possível que a parcela de poder, em alguns casos gigantescos, de que fruem as empresas e, através delas, seus controladores e administradores - seja exercido em proveito apenas de

das escolhas de gestão que conflitam com a administração diligente devem ser, com isso, expurgados para o efeito da verificação da condição.[97]

2.2.1 Boa-fé objetiva

Existe um receio natural que a existência de cláusula de preço contingente em contratos de compra e venda de participação societária gere incentivos que leve o comprador a adotar comportamentos oportunistas, tais como reter ganhos durante o período de *earn-out* com vistas a apurar o resultado somente após o término do período, de modo a "administrar" o não atingimento das metas e, por consequência, não ter que pagar a parcela adicional do preço.

Por outro lado, se o vendedor é mantido na administração da sociedade durante o período de *earn-out*, há receio de que ele priorize estratégias de curto prazo, de modo a acelerar o atingimento das metas, em prejuízo do interesse da sociedade. Como adverte Nelson Eizirik, "nesses casos, o dever de diligência e o dever de lealdade dos administradores devem servir de parâmetro de avaliação do comportamento das partes na administração dos negócios sociais durante o Período de *Earn-out*"[98].

Por essa razão, é comum que as partes convencionem nos contratos de compra e venda de participação acionária os critérios de gestão e as atribuições de cada uma durante o período de *earn-out*.

Em regra, comprador e vendedor estipulam expressamente a forma como a sociedade será administrada, dispondo de regras como manutenção dos antigos administradores,

---

seus acionistas ou dirigentes, e não da companhia, que tem outros sócios, e, em detrimento, com isso, dos credores, ou interesses da comunidade" (LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A lei das S.A*. Rio de Janeiro: Renovar, 1997, p. 235). E, ainda: "Entretanto, não são unicamente os administradores que devem, em uma companhia, ser considerados fiduciários. Quando presente, acaba o acionista controlador também tendo poder sobre o patrimônio dos outros sócios, os quais confiam nele: mesmo não sendo administrador, ele influencia os julgamentos administrativos e tem poder sobre a Assembleia-Geral" (SPINELLI, Luis Felipe. *Conflitos de interesses na administração da sociedade anônima*. São Paulo: Malheiros, 2012, p. 77).

[97] Tratando de hipótese análoga, conforme: LEVY, Daniel. Acionista controlador – abuso do poder de controle – diminuição do valor das ações – exercício do *call* pelo controlador – alegação da própria torpeza – incorporação de contingências. *In*: YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti. *Processo Societário II*. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 117-136.

[98] EIZIRIK, Nelson. *M&A*: regime societário e contratual. 1. ed. São Paulo. Quartier Latin, 2024, p. 258. No mesmo sentido: BUSCHINELLI, Gabriel Saad. *Compra e venda de participações societárias de controle*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 232.

substituição de pessoas eleitas pelo comprador, ou a composição por uma combinação de antigos e novos administradores[99].

Seja qual for a escolha das partes, cabe aos administradores, no período de *earn-out*, atuar de maneira diligente. Mas essa específica diligência a ser adotada no período de cumprimento das metas não se confunde com aquela prevista na legislação societária, cujo interesse a ser resguardado é o da companhia. Durante o período de *earn-out*, a atuação correta dos administradores deve buscar maximizar o retorno ao vendedor, que espera ver concretizada a expectativa de preço que embutiu na operação.

O que se exige dos administradores nesse período, então, é a observância à boa-fé objetiva, que tem por função coibir a prática de condutas que não expressem a lealdade, a confiança e a honestidade que devem estar presentes na relação contratual[100].

Quando se analisa os litígios envolvendo a cláusula de *earn-out*, percebe-se que o maior desafio está relacionado ao poder que cada uma das partes tem no desenvolvimento das atividades na empresa-alvo. Afinal, quando o contrato determina, por exemplo, que o vendedor permaneça na empresa-alvo, essa continuidade tende a ser essencial para o bom funcionamento do *earn-out*[101]. Daí porque reputa-se fundamental regular os poderes das partes e suas limitações, de modo a definir e orientar a conduta a ser seguida durante a execução do *earn-out*.

Nos conflitos iniciados pelos vendedores, as razões para o ajuizamento da ação decorriam, em regra, da falta ou insuficiência de poder dentro da empresa para alcançar as metas estipuladas. Por outro lado, quando o litígio é instaurado pelo comprador, geralmente o cerne da disputa diz respeito ao excesso de poder exercido pelo vendedor, muitas das vezes

---

[99] EIZIRIK, Nelson. *M&A*: regime societário e contratual. 1. ed. São Paulo. Quartier Latin, 2024, p. 258.

[100] Ibid, p. 260.

[101] Conforme aborda Luciano Piva, "as partes podem estabelecer mecanismos em que o vendedor deixa definitivamente o quadro social da empresa-alvo, também não permanecendo por meio da ocupação de cargo na administração, nem pela celebração de contrato de trabalho, mas ajustem o recebimento de valores a título de preço contingente vinculados ao desempenho da empresa adquirida. A nosso juízo, contudo, esse mecanismo não configura o *earn-out*, tendo, portanto, outras consequências no plano da interpretação, conforme será visto a seguir, como a maior liberdade do comprador para conduzir os rumos da empresa, por exemplo" (PIVA, Luciano Zordan. *O earn-out na compra e venda de empresas*. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 207). No mesmo sentido, "a cláusula *Earn Out* configura ferramenta comum em aquisições societárias pela qual vendedores e compradores estipulam que a definição cabal do preço da venda dependerá do fato de os vendedores ('donos' da companhia vendida e, portanto, bons conhecedores da empresa, do mercado e de suas potencialidades) permanecerem administrando ou coadministrando o negócio por um período de transição. (...) A lógica do *Earn Out* está em que, de um lado, a manutenção dos antigos sócios na operação do negócio 'é uma medida eficaz no sentido de suprir a falta de expertise necessária para administrar uma empresa em seu mercado específico, sendo uma boa saída para os investidores que desejam entrar em novos mercados ou memo para investidores institucionais'" (MARTINS-COSTA, Judith. *A boa-fé no direito privado*: critérios para a sua aplicação. São Paulo: Marcial Pons, 2015, p. 461).

relacionado a comportamentos oportunistas voltados a acelerar o cumprimento das metas para garantir o pagamento *earn-out*, ainda que em prejuízo dos interesses da sociedade.

A relação de poder que decorre do contrato, inserida no âmbito das atividades empresariais, é um aspecto que o intérprete deve sempre considerar ao aplicar as normas de interpretação. Nesse contexto, é essencial, em primeiro lugar, compreender quais são as normas interpretativas aplicáveis e de que maneira elas se adequam à relação estabelecida pelo *earn-out* antes de adentrar as particularidades do processo interpretativo da cláusula de preço contingente.

A partir dos casos concretos apresentados, o estudo hermenêutico deve se iniciar pela qualificação[102], de modo a determinar os fatos que correspondem à noção e à função do *earn-out*, além dos efeitos dessa correspondência à luz das normas interpretativas estabelecidas pelo ordenamento jurídico brasileiro.

Conforme já visto, o *earn-out* é utilizado como mecanismo para alinhar as expectativas das partes em relação ao preço do contrato de compra e venda de empresas. No sentido jurídico, "essa cláusula é qualificada como um contrato de colaboração empresarial, inserido no desenvolvimento das atividades da empresa-alvo por meio da participação e influência direta do vendedor, o que, consequentemente, cria uma relação empresarial entre as partes"[103]. Assim, no exercício jurídico[104] da aplicação do *earn-out*, incidem normas de interpretação e regras jurídicas interpretativas[105], devendo o intérprete observar a indissociabilidade da lógica das relações empresariais e societárias.

No processo interpretativo, o primeiro passo a ser seguido pelo intérprete é a busca pela intenção comum das partes expressa na específica declaração negocial (CC, art. 112). Ainda que os casos concretos analisados a seguir sejam majoritariamente baseados em decisões

---

[102] "Inclui-se na interpretação *lato sensu* considerada (embora não esteja com ela confundida), a qualificação, esse 'elemento essencial da prática do jurista', consistente, em subsumir os fatos sob as normas jurídicas, visando determinar os efeitos de direito. (...) Pela qualificação nós classificamos e colocamos em relação o que é, o fato, e o que deve ser, o direito, apontando às consequências dessa qualificação" (MARTINS-COSTA, Judith. *A boa-fé no direito privado*: critérios para a sua aplicação. São Paulo: Marcial Pons, 2015, p. 445-446).

[103] PIVA, Luciano Zordan. *O earn-out na compra e venda de empresas*. São Paulo: Quartier Latin do Brasil, 2019, p. 207.

[104] "O exercício jurídico corresponde, em sentido larguíssimo, a uma atuação humana relevante para o Direito, abrangendo atos jurídicos lícitos e ilícitos, é dizer: a uma *atuação prática* do *conteúdo* previsto abstratamente nas normas jurídicas" (MARTINS-COSTA, Judith. A cláusula de *buy or sell* na perspectiva do direito das obrigações. *In*: VENANCIO FILHO, Alberto; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto C. (orgs.). *A Lei das S.A. em seus 40 Anos*. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 549).

[105] "Ademais, se há de conjugar aos cânones gerais dos artigos 112 e 113 do Código Civil às diretrizes deduzidas da principiologia contractual explícita e implícita, às regras atinentes aos tipos contratuais especificamente considerados (…)" (Id. *A boa-fé no direito privado*: critérios para a sua aplicação. São Paulo: Marcial Pons, 2015, p. 450).

proferidas sob o direito norte-americano, eles apresentam fatos que podem ser utilizados como referência na aplicação do direito brasileiro.

A apuração da intenção comum contida na manifestação de vontade, de que trata o art. 112 do Código Civil, é feita por meio de um comportamento socialmente reconhecível e racionalmente controlável[106]. A concretização dessa apuração reclama do intérprete analise não somente as metas cruamente estipuladas no contrato, mas sim o seu contexto[107]. Deve-se interpretar o contrato como um todo, uma totalidade de sentido[108].

O artigo 113 do Código Civil exige do intérprete o retorno ao texto considerando "seu contexto fático e normativo, para contrastar a específica manifestação de vontade com o padrão da conduta segundo a boa-fé"[109]. Conforme aponta Luciano Piva[110], o caminho indicado pelos dispositivos a ser percorrido pelo intérprete incorpora a ideia de movimento mencionada por Junqueira de Azevedo, ao descrever o dinamismo do processo interpretativo[111].

Assim, ainda que este capítulo cuide de analisar a incidência da boa-fé na interpretação do *earn-out*, e como o intento deste trabalho é também servir de ferramenta para o operador do direito societário, não há como escapar de abordar as diretrizes estabelecidas pelo Código Civil para que o intérprete aplique o dispositivo referente ao segundo passo do processo hermenêutico.

O Art. 113 do Código Civil exige que o intérprete considere as circunstâncias do caso concreto e os objetivos finais, que "formam a moldura da declaração contratual em análise"[112]. A partir desse cenário, Junqueira de Azevedo considera o seguinte como circunstâncias relevantes para fins de interpretação contratual:

---

[106] MARTINS-COSTA, Judith. *A boa-fé no direito privado*: critérios para a sua aplicação. São Paulo: Marcial Pons, 2015, p. 452.

[107] "O contexto situa o texto, condiciona a sua compreensão, suas possibilidades de leitura" (Id. *Modelos de direito privado*. São Paulo: Marcial Pons, 2014, p. 251). No mesmo sentido: "Incide a regra hermenêutica consagrada no art. 112 do Código Civil; atender à intenção das partes, tal e qual resulta do texto legal, nada mais é do que analisar todo o material interpretativo relevante, isto é, o texto no seu contexto" (AZEVEDO, Antonio Junqueira de. Renúncia a direitos contratuais. Dolo e descumprimento dos deveres decorrentes da boa-fé objetiva por parte do beneficiário da renúncia. Não-verificação da pressuposição e desparecimento da base do negócio. Anulabilidade da renúncia e restituição do enriquecimento sem causa. *In*: _____. *Novos Estudos e Pareceres de Direito Privado*. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 95).

[108] MARTINS-COSTA, Judith, op. cit., p. 454.

[109] Ibid, p. 460.

[110] PIVA, Luciano Zordan. *O earn-out na compra e venda de empresas*. São Paulo: Quartier Latin do Brasil, 2019, p. 211.

[111] AZEVEDO, Antonio Junqueira de. Acordo de acionistas com cláusula de preferência na aquisição de ações. Contrato *intuitu personae* a ser interpretado em duas fases: procura da vontade comum das partes e boa-fé objetiva contextual. Teoria do abuso da personalidade jurídica. Extensão da preferência à hipótese implícita de alienação da controladora de uma das acionistas. *In*:_____. *Novos Estudos e Pareceres de Direito Privado*. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 224.

[112] BRASIL. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil. *Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil*, Brasília, DF, 11 jan. 2002.

> [O]tempo e o lugar da celebração do contrato, a qualidade das partes contratantes (especialmente nos negócios jurídicos *intuitu personae*), o comportamento das partes anterior e posterior à celebração do contrato, a qualidade do bem objeto da prestação, o tipo contratual adotado e o fim ou causa concreta do contrato[113].

A busca pela intenção contida nas cláusulas contratuais deve ser conduzida pelas circunstâncias, sempre visando o objetivo concreto da previsão contratual. Aliás, a finalidade do negócio está conectada com a norma da totalidade hermenêutica, pois a interpretação das cláusulas não pode ser feita isoladamente em vista da finalidade econômico-social do negócio, mas sim considerando o contrato como um todo, uma totalidade direcionada a atingir um fim[114].

Nesse sentido, as operações de compra e venda de participações societárias envolvem um longo processo negocial, incluindo desde períodos preparatórios (contato e aproximação), até períodos de formação de confiança (tratativas e documentos não vinculantes), cuja finalidade é a concretização do negócio jurídico. Por um lado, o resultado desse longo processo pode oferecer ao intérprete indicativos e complementos que ajudem a esclarecer a declaração que gera o negócio, já que todas as circunstâncias do caso devem ser consideradas pelo intérprete para que o contrato atinja a sua finalidade e o seu escopo econômico-social buscada pelas partes[115].

Por outro lado, considerando que esse processo prolongado ocorre em um ambiente empresarial, o contrato que formaliza o negócio jurídico — ou seja, as manifestações de vontade expressas nas cláusulas redigidas — ganha ainda mais relevância. Nesse contexto, o texto contratual não só serve como ponto de partida para a interpretação, mas também se constitui em um elemento fundamental para se alcançar a intenção das partes na declaração negocial, particularmente nas operações de compra e venda de empresas. Contudo, como já observado, não se pode desconsiderar as circunstâncias e o contexto que contribuíram para a concretização do documento.

Partindo dessas considerações e da necessidade de uma análise concreta para uma visão abrangente do processo hermenêutico, é importante revisitar os fatos de alguns dos casos

---

[113] AZEVEDO, Antonio Junqueira de. Acordo de acionistas com cláusula de preferência na aquisição de ações. Contrato *intuitu personae* a ser interpretado em duas fases: procura da vontade comum das partes e boa-fé objetiva contextual. Teoria do abuso da personalidade jurídica. Extensão da preferência à hipótese implícita de alienação da controladora de uma das acionistas. *In*:_____. *Novos Estudos e Pareceres de Direito Privado*. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 223.

[114] MARTINS-COSTA, Judith. *A boa-fé no direito privado*: critérios para a sua aplicação. São Paulo: Marcial Pons, 2015, p. 461.

[115] Ibid, p. 458-459. No mesmo sentido: "A identificação da operação econômica regulada pela relação contratual e a análise do fim prático que se quer alcançar com determinado contrato são essenciais para o controle de seu conteúdo, segundo os critérios de utilidade e justiça ditados pelo sistema" (BRANCO, Gerson Luiz Carlos. *Função social dos contratos*: interpretação à luz do Código Civil. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 195).

apresentados adiante. Embora as decisões norte-americanas reflitam a realidade jurídica daquele país, elas são, em última análise, impressões de fatos já analisados por partes, advogados e tribunais. Essa constatação, entretanto, não impede que se alcance o objetivo da qualificação interpretativa, que é examinar juridicamente os fatos à luz das normas de interpretação do direito brasileiro.

Os fatos do caso *Rubin Squared, Inc. v. Cambrex Corp.* são exemplares quanto à importância de analisar o texto contratual à luz de suas circunstâncias com o intuito de entender a intenção subjacente à pactuação do *earn-out*. A análise das negociações apresentadas no relatório da Corte Distrital do Sul do Estado de Nova York, em comparação com o texto do contrato, evidenciou que as partes, ao redigir o instrumento contratual, superaram a fase de negociações, tanto pela inclusão de cláusulas propostas pelo vendedor, quanto pela rejeição de outras por parte do comprador.

Em relação às rejeições, especificamente, os compradores (Cambrex) recusaram expressamente as alterações sugeridas pelos vendedores (Rubin Squared) na cláusula de *earn-out*. Esse aspecto é relevante, pois a Rubin Squared baseou sua alegação de que a Cambrex agiu de forma oportunista e violou o dever de boa-fé nessas alterações, que resultaram no não cumprimento das metas associadas ao *earn-out*.

Diante desses fatos, é claro que a intenção consubstanciada nas cláusulas contratuais, conforme interpretada à luz da boa-fé contextual, era que o vendedor deveria buscar o cumprimento das metas vinculadas ao *earn-out* a partir do giro normal da empresa, com a manutenção do representante do vendedor em seu cargo – com os mesmos poderes – na nova administração.

Em outras palavras, para atingir as metas vinculadas ao *earn-out*, a Rubin Squared não poderia contar com possíveis investimentos dos compradores, tampouco com um aumento significativo dos poderes de seu representante na nova estrutura de gestão. Essa interpretação, fundamentada na intenção das partes expressa nas declarações negociais e nas circunstâncias concretas – em especial as negociações –, demonstra que não houve desvio da finalidade do *earn-out*, nem desconexão com os objetivos ajustados entre as partes.

Por outro lado, há desvio dos objetivos do *earn-out* quando uma das partes, ainda que aparentemente em conformidade com os termos contratuais, age de maneira a frustrar ou impedir que o vendedor atinja as metas pactuadas. Um exemplo disso ocorreu no caso *O'Tool v. Genmar Holdings*, em que os compradores, durante o período de *earn-out*, adotaram medidas e comportamentos que visavam diretamente impedir o alcance das metas pelo vendedor, como

a renomeação de uma marca consolidada e vinculada ao *earn-out* e a priorização da venda de produtos desvinculados do *earn-out*.

Nesse cenário, a interpretação à luz dos artigos 112 e 113 do Código Civil leva à conclusão de que as condutas do comprador violam a intenção comum expressa nas declarações negociais, uma vez que as partes acordaram a possibilidade de a empresa-alvo alcançar as metas relacionadas ao *earn-out*. Além disso, as ações do comprador constituem violação da boa-fé e da finalidade do *earn-out*, pois seu comportamento posterior se opôs ao objetivo concreto da previsão contratual.

Os casos analisados anteriormente trazem à tona fatos importantes para a aplicação das regras de interpretação do direito brasileiro, especialmente quando o contrato permite, ainda que de forma indireta, que o comprador interfira negativamente no atingimento das metas do *earn-out*. Um exemplo pertinente é o caso *Yarborough v. Devilbiss Airpower, Inc.*, no qual, após assumir o controle da empresa-alvo, o comprador cessou vendas para um cliente cujas receitas estavam diretamente ligadas ao *earn-out*, redirecionando as vendas para outro cliente não vinculado ao *earn-out*.

A primeira impressão desse caso sugere uma semelhança com o caso *O'Tool*, visto anteriormente, pois a conduta do comprador impactou diretamente o *earn-out*, reduzindo o número de vendas e, consequentemente, impossibilitando o cumprimento das metas. No entanto, em *Yarborough*, ao contrário de *O'Tool*, o contrato de compra e venda estabelecia expressamente que a compradora, Devilbiss, teria o direito exclusivo de determinar os termos e condições de todas as vendas relevantes, incluindo a decisão de realizá-las ou não [116].

Ao analisar esse caso sob a ótica do direito brasileiro, surge uma questão central para a segurança das negociações que envolvem a compra e venda de empresas e a cláusula de preço contingente: as regras de interpretação do Código Civil permitem que a intenção consubstanciada em uma cláusula contratual prevaleça – e até mesmo contrarie – a finalidade de outra cláusula, como a de *earn-out*?

Em outras palavras, quais são os limites impostos pelo ordenamento jurídico brasileiro na interpretação de comportamentos que, embora previstos no próprio texto contratual, estejam dissociados da finalidade do negócio, especialmente em casos que permitem práticas oportunistas? Esses limites residem, em grande parte, na boa-fé objetiva, que exige que as partes

[116] Na íntegra: "The contract explicitly provides that DeVilbiss "has the right, in its sole discretion, to determine the terms and conditions of any and all [relevant sales], including the decision to make or not make any such sales" (ESTADOS UNIDOS. Tribunal de Apelações do Oitavo Circuito. *Caso Nº 1249799*, *United States v. Salkil*, julgado em: 05/05/2003. Disponível em: https://caselaw.findlaw.com/court/us-8th-circuit/1249799.html. Acesso em: 1 maio 2024).

ajam de acordo com os princípios da lealdade e da cooperação, mesmo que o contrato, em tese, permita o comportamento oportunista. A boa-fé objetiva impõe que o exercício de direitos previstos no contrato, como o poder de decisão sobre as vendas no caso *Yarborough*, seja compatível com a finalidade do negócio, sob pena de desvirtuamento do *earn-out* e consequente violação contratual.

A relação entre a boa-fé e o Direito Comercial no Brasil é tradicional[117], sendo a sua aplicação nesse campo marcada por certas peculiaridades. Entre os fatores que contribuem para essas particularidades estão a natureza dinâmica das atividades empresariais, o impacto da prática cotidiana, a informalidade e a atipicidade dos negócios, bem como a adoção de modelos vindos da prática internacional[118]. Devido a essas características, o princípio da boa-fé nas relações empresariais se manifesta "como norma de conduta na relação obrigacional, fonte integrativa e critério (*standard*) corretivo de comportamentos, no momento do exercício jurídico, e corretivo do conteúdo contratual"[119].

A invocação da boa-fé, especialmente em situações que envolvem a interpretação de cláusulas de *earn-out*, deve ser feita de forma coerente com os fatos e as normas aplicáveis ao caso, levando em consideração o contexto concreto do programa contratual. A análise das expectativas legítimas das partes no *earn-out* é, portanto, essencial para compreender como o princípio da boa-fé influencia o comportamento das partes e previne eventuais abusos.

Diante dessa necessidade, o exame de casos concretos torna-se crucial para evitar que contratantes adotem comportamentos oportunistas que busquem vantagens indevidas às custas da outra parte[120]. Nesse sentido, a aplicação do art. 187 do Código Civil[121], que trata do abuso de direito, desempenha um papel fundamental. O dispositivo prevê que o exercício de um direito que exceda os limites impostos pela boa-fé, pelos bons costumes ou pelo fim econômico ou social do direito constitui ato ilícito. Assim, ao analisar um *earn-out* em litígio, é indispensável avaliar se as partes agiram dentro dos limites da boa-fé e se as suas expectativas legítimas foram respeitadas, de modo a evitar comportamentos oportunistas que possam subverter o equilíbrio contratual e a finalidade do negócio.

---

[117] FORGIONI, Paula. *Contratos empresariais*: teoria geral e aplicação. 2. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016, p. 121. No mesmo sentido: "Ao Direito comercial deve-se a História moderna da boa-fé" (CORDEIRO, Antonio Manuel da Rocha e Menezes. *Da boa-fé no direito civil.* Coimbra: Almedina, 1997, p. 371).
[118] MARTINS-COSTA, Judith. *A boa-fé no direito privado*: critérios para a sua aplicação. São Paulo: Marcial Pons, 2015, p. 282.
[119] Ibid, p. 693.
[120] BUSCHINELLI, Gabriel Saad. *Compra e venda de participações societárias de controle*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 180.
[121] "Art. 187. Também comete ato ilícito o titular de um direito que, ao exercê-lo, excede manifestamente os limites impostos pelo seu fim econômico ou social, pela boa-fé ou pelos bons costumes".

Esse foi exatamente o enfoque adotado por Judith Martins-Costa em seu parecer ao discutir comportamentos oportunistas na execução do *earn-out*. [122] Embora o caso já tenha sido mencionado, é útil relembrar sua base factual para melhor compreender a aplicação da boa-fé em um contexto concreto, especialmente em situações que envolvem *earn-out* e comportamentos estratégicos, como no caso *Serafim Lampião v. Catuaba S.A.*

Conforme relatado, Serafim Lampião e Catuaba S.A. firmaram um contrato de cessão e transferência de quotas que previa, além de um pagamento inicial, um pagamento adicional condicionado a metas financeiras, através de uma cláusula de preço contingente (*earn-out*). Antes do término do período do *earn-out*, as metas financeiras foram alcançadas sob a gestão de Serafim, gerando assim o direito ao recebimento dos valores do *earn-out*.

Contudo, apesar do cumprimento das metas, Catuaba S.A. recusou-se a pagar os valores devidos, alegando que Serafim, antes do fim do período da cláusula, teria descumprido uma regra prevista no acordo de sócios vinculado ao *earn-out*,[123] o que resultou em sua destituição da administração da empresa e, supostamente, na perda do direito ao pagamento do preço contingente. Diante da recusa da compradora, a questão levantada foi se essa conduta caracterizava uma violação da função do *earn-out*, configurando-se como um comportamento oportunista, com o único objetivo de frustrar e impedir que Serafim recebesse o pagamento.

Para compreender a aplicação da boa-fé nesse caso, é crucial entender inicialmente os efeitos da interpretação conforme a boa-fé no contexto de um *earn-out*. O princípio ajusta as condutas das partes em conformidade com a intenção comum consubstanciada na declaração negocial, ou seja, as expectativas legítimas dos contratantes, considerando, em especial, a finalidade e utilidade da cláusula de *earn-out*.

A questão central, então, é: quais eram as expectativas legítimas de Serafim e Catuaba S.A. derivadas do vínculo contratual estabelecido pelo *earn-out*? E qual era a finalidade da cláusula de *earn-out* no contexto específico? [124] No caso, a finalidade da cláusula de *earn-out*

---

[122] 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*. *Revista de Arbitragem e Mediação*, São Paulo, v. 11, n. 42, p. 153-188, jul./set. 2014.

[123] Segundo a Catuaba S.A., a Serafim havia cometido "conduta irregular comprometendo a imagem e relacionamento da Catuaba ou da Sociedade junto aos clientes incorporadores". Isso porque a Serafim havia dirigindo-se "verbalmente e por escrito, de modo bastante hostil – tendo pronunciado impropérios e palavras ofensivas" aos executivos de uma das maiores incorporadoras do Brasil.

[124] Relembre-se os termos da cláusula do caso concreto: "5.3 Preço variável. O Cessionário deverá a Serafim Lampião o pagamento do *Earn Out* calculado pela aplicação de uma das seguintes fórmulas, de acordo com o valor do lucro líquido ajustado: 5.3.1 Se o lucro líquido ajustado for menos ou igual a R$ 21.000.000,00 (vinte e um milhões de reais) será aplicada a fórmula abaixo para o cálculo do Earn Out: Earn Out = x 22.500,00 – 8.469.410. Onde: LA é o lucro líquido ajustado, limitado ao valor de R$21 milhões. 5.3.2 Se o Lucro líquido ajustado for superior a R$ 21.000.000,01 (vinte e um milhões de reais e um centavo) será aplicada a fórmula abaixo para o cálculo do Earn Out: Earn Out = 0,5 X LA + 12.530.590,00. 5.3.3. Se, eventualmente, o resultado da

era clara: as partes buscavam atingir um patamar de lucro líquido de vinte e um milhões de reais ou mais, o que representaria um aumento do valor da empresa. Nesse cenário, o comprador deveria pagar mais ao vendedor, devido à subavaliação inicial da empresa e ao esforço de Serafim para alcançar tal desempenho financeiro.

Portanto, qualquer conduta que visasse diretamente romper esse vínculo, formado pela função e pela finalidade da cláusula, deveria ser sancionada de acordo com as normas do ordenamento jurídico. A boa-fé objetiva, nesse caso, serviria como um instrumento corretivo para combater o comportamento desleal.

No caso concreto, independentemente de Serafim ter agido de forma irregular ou não, o exercício jurídico da Catuaba S.A. ao destituir o vendedor-administrador quando as condições para o *earn-out* já haviam sido atendidas, configura-se como ilícito, pois "excede manifestamente os limites impostos pelo seu fim econômico e social, pela boa-fé", conforme disposto no art. 187 do Código Civil[125].

Além disso, a boa-fé, sob a perspectiva hermenêutica, também reprova o comportamento de Catuaba S.A. A compradora, após verificar que as condições para o pagamento do *earn-out* haviam sido atendidas, decidiu exercer um suposto direito de não realizar o pagamento, o que configurou um abuso de direito. A boa-fé objetiva, assim, atua para reprimir esse comportamento abusivo, garantindo que a abusividade não se concretize no caso[126].

No caso *PerkinElmer*, à luz do art. 113 do Código Civil, a análise da conduta da compradora Perkinelmer em relação ao *earn-out* vinculado às metas de vendas da tecnologia *computer-to-plate* (CTP) e sua obrigação de cooperação com a empresa Sonoran é fundamental

---

aplicação de qualquer uma das fórmulas previstas nas cláusulas 5.3.1 e 5.3.2 for negativo, não haverá reembolso de valores recebidos por Serafim Lampião e Basil Bazarov pelo pagamento do Preço Fixo" (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*. *Revista de Arbitragem e Mediação*, São Paulo, v. 11, n. 42, jul./set. 2014, p. 155-156).

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

[126] Sobre o tema, ver: MARTINS-COSTA, Judith. Os avatares do abuso do Direito e o rumo indicado pela boa-fé. *In*: TEPEDINO, Gustavo (org.). *Direito civil contemporâneo:* novos problemas à luz da legalidade constitucional. São Paulo: Atlas, 2008, p. 57-95. "O modo de exercerem-se os direitos, faculdades, poderes, pode levar à contrariedade ao Direito compreendido como Ordenamento. Essa contrariedade, porém, não precisa ser culposa. Basta que seja *imputável*, isto é, atribuível a alguém, segundo a ordem jurídica" (MARTINS-COSTA, Judith. Os avatares do abuso do Direito e o rumo indicado pela boa-fé. *In*: TEPEDINO, Gustavo (org.). *Direito civil contemporâneo:* novos problemas à luz da legalidade constitucional. São Paulo: Atlas, 2008, p. 70). E continua: "Assim sendo, no plano eficacial, a boa-fé (superposta à 'confiança legítima'), atuando como 'baliza da ilicitude', indicará as variadas possibilidades técnicas de coibição do exercício de direitos e poderes formativos (dimensão negativa) quando violadores de uma confiança legitimamente suscitada. Essa violação importará em ilicitude por exercício inadmissível (abuso)" (Ibid, p. 83).

para determinar se houve alguma violação ao princípio da boa-fé objetiva e às normas contratuais estabelecidas.

O art. 113 do Código Civil exige que os contratos sejam interpretados segundo a boa-fé objetiva, ou seja, levando em consideração não apenas o texto literal do contrato, mas também as expectativas legítimas das partes e o contexto da relação jurídica. Isso inclui a necessidade de que as partes atuem de maneira leal e cooperativa, para que o objetivo contratual seja alcançado, especialmente em situações como as que envolvem uma cláusula de *earn-out*.

No caso em questão, Perkinelmer adquiriu os ativos da Sonoran e se comprometeu a pagar um *earn-out* com base nas metas de vendas de produtos com a tecnologia CTP. Contudo, ao longo do período estipulado, as vendas não atingiram o nível necessário para que o *earn-out* fosse devido, com apenas um produto vendido durante o período. No quarto ano, antes do término do período de *earn-out*, Perkinelmer vendeu todos os ativos da empresa para um terceiro, encerrando definitivamente o negócio [127].

Ao analisar a conduta da Perkinelmer sob a perspectiva do art. 113 do Código Civil, é necessário avaliar se houve violação das expectativas legítimas da Sonoran e da finalidade do *earn-out*, que era vincular o valor final da operação ao sucesso comercial da tecnologia adquirida. A venda dos ativos no último ano do período pode levantar questionamentos sobre se a Perkinelmer atuou em conformidade com a boa-fé ao encerrar as operações antes do término do período de *earn-out*.

No entanto, conforme os fatos relatados, o fracasso comercial da tecnologia CTP e o consequente não atingimento das metas ocorreu devido à inviabilidade do próprio negócio, e não a um comportamento deliberado da Perkinelmer para frustrar o *earn-out*. A compradora não impediu ou dificultou diretamente o cumprimento das metas, o que sugere que sua conduta não foi contrária às expectativas legítimas da Sonoran ou ao princípio da boa-fé. A venda dos ativos no último ano não parece configurar um comportamento oportunista ou contrário ao espírito de cooperação exigido pela cláusula de *earn-out*.

Assim, sob a ótica do art. 113 do Código Civil e considerando a boa-fé objetiva, não há elementos suficientes para afirmar que houve uma violação ao ordenamento jurídico por parte da Perkinelmer. A compradora agiu de acordo com a finalidade do contrato e dentro dos

---

[127] "A decisão deveria levar em consideração se a compradora cumpriu seus deveres, ainda que não expressamente pactuados, de cooperação e de lealdade para que os autores atingissem o preço contingente e os bônus pactuados" (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. 88 f. Dissertação (Mestrado em Direito) - Escola de Direito, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2016, p. 71).

limites da boa-fé, sendo o não atingimento das metas uma consequência natural do insucesso comercial do negócio e não de uma conduta abusiva ou estratégica que tenha frustrado o recebimento do *earn-out* por parte da Sonoran.

De acordo com os fatos apresentados no relatório da corte, a Perkinelmer cumpriu suas obrigações no que se refere à implementação das medidas necessárias para dar utilidade ao *earn-out*, seguindo o que foi pactuado contratualmente. Isso incluiu a manutenção de antigos empregados da Sonoran e a nomeação do fundador da empresa, Sr. Donahue, para uma posição de destaque na administração da Perkinelmer. Esses elementos demonstram que a compradora agiu de forma diligente e cooperativa, conforme as obrigações estabelecidas no contrato, com o objetivo de alcançar as metas previstas na cláusula de *earn-out*.

A não verificação das condições vinculadas ao *earn-out* foi resultado exclusivo do fracasso nas vendas da tecnologia CTP, sem qualquer interferência negativa ou oportunista por parte da Perkinelmer. Pelo contrário, ficou comprovado que a empresa cumpriu com o dever de cooperação previsto no contrato, buscando, de fato, a realização dos resultados estipulados.

Em relação ao período de *earn-out*, não seria razoável exigir que o comprador permanecesse vinculado a um negócio que se mostrou manifestamente prejudicial, especialmente quando ficou claro que o insucesso comercial da tecnologia era inevitável. A venda dos ativos para terceiros no último ano do período de *earn-out* só poderia ser considerada uma violação da boa-fé se a empresa estivesse próxima de alcançar as metas estipuladas, e o comprador tivesse agido de maneira contraditória às legítimas expectativas pactuadas no contrato[128].

No contexto desse caso, fica evidente que as partes distribuíram seus riscos de forma clara no próprio contrato após um processo de negociação extenso. O contrato delineava as regras para a concretização do *earn-out*, considerando o risco inerente ao insucesso comercial do produto. Dado que a Perkinelmer agiu em conformidade com o princípio da cooperação e não adotou comportamentos que frustrassem ou impedissem o cumprimento das metas, o insucesso nas vendas não pode ser atribuído à compradora.

Essa interpretação não é contrária à boa-fé, mas sim uma aplicação coerente do princípio, especialmente no âmbito das relações empresariais. O art. 113 do Código Civil exige

---

[128] "Ao interpretar determinado contrato à luz da boa-fé [função hermenêutica], o intérprete poderá concluir que a conduta de uma das partes é contraditória com o que fora anteriormente manifestado em sua execução, exigindo, então, a adstrição a uma linha de coerência, determinando consequências ressarcitória ao exercício jurídico que trilha condutas contrárias ao mandamento de agir segundo a boa-fé (função corretora); ou ainda (com o que ingressará na função integrativa) impondo deveres de manutenção de conduta coerente e colaborativa com os fins do contrato" (MARTINS-COSTA, Judith. *A boa-fé no direito privado*: critérios para a sua aplicação. São Paulo: Marcial Pons, 2015, p. 444-445).

que a boa-fé seja interpretada considerando a alocação de riscos ajustada entre as partes, o contexto do negócio, e os usos e costumes do mercado. No Direito Comercial, a objetividade e a previsibilidade nas relações contratuais são essenciais para garantir a estabilidade e a confiança entre os contratantes. A boa-fé objetiva, nesse sentido, deve ser aplicada com a devida sensibilidade às peculiaridades das relações comerciais, onde a distribuição de riscos e a necessidade de proteger a confiança entre as partes são fundamentais para a previsibilidade e segurança jurídica dos negócios.

Assim, a Perkinelmer agiu dentro dos limites da boa-fé objetiva, respeitando a distribuição dos riscos ajustada no contrato e as obrigações assumidas. Não houve comportamento contraditório ou oportunista que violasse as expectativas legítimas da Sonoran, e o encerramento do negócio foi uma consequência natural do insucesso do empreendimento, não havendo substrato para a aplicação de sanções ou de alegações de violação à boa-fé.

As lições de Judith Martins-Costa são extremamente relevantes para a conclusão do caso analisado: "a interpretação segundo a boa-fé não deve resultar na subversão dos riscos próprios a cada negócio, pois todo o bônus importa ônus, todo contrato tem seu risco" [129]. Essa reflexão se aplica diretamente ao caso concreto, em que o fracasso do negócio não pode ser imputado à Perkinelmer. O risco de não atingir as metas estava inerente à cláusula de *earn-out*, especialmente considerando que o sucesso do negócio dependia das vendas da tecnologia CTP pela empresa-alvo, Sonoran, o que, na prática, não ocorreu.

Nesse caso, embora a boa-fé objetiva e o comando do art. 187 do Código Civil imponham limites às condutas das partes, evitando que uma delas se aproveite de forma oportunista de situações de assimetria entre os sócios, a boa-fé não cria obrigações para que o comprador garanta o cumprimento das metas do *earn-out*. O comprador não tem o dever de assegurar que a empresa-alvo atinja essas metas, tampouco pode ser responsabilizado se, por motivos alheios à sua conduta, a empresa não obtém o resultado esperado[130].

No entanto, o comprador não pode adotar condutas que impeçam ou frustrem o vendedor de contribuir para que a empresa-alvo atinja as metas. Se o comprador deliberadamente impedir esse esforço, haveria uma violação ao art. 129 do Código Civil, que trata do abuso de direito. Contudo, o caso analisado não sugere esse cenário. Pelo contrário, a

---

[129] MARTINS-COSTA, Judith. *A boa-fé no direito privado*: critérios para a sua aplicação. São Paulo: Marcial Pons, 2015, p. 465.

[130] Id. 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*. *Revista de Arbitragem e Mediação*, São Paulo, v. 11, n. 42, p. 153-188, jul./set. 2014.

Perkinelmer implementou as medidas necessárias para facilitar a continuidade do negócio e cooperar com a Sonoran, mas o insucesso comercial foi resultado da inviabilidade do produto.

Da mesma forma, o vendedor também não pode acelerar artificialmente o cumprimento das metas, comprometendo a empresa no longo prazo apenas para garantir o recebimento do *earn-out*, [131] pois isso igualmente configuraria violação à boa-fé, conforme o art. 129 do Código Civil.

Essa interpretação reflete a natureza contratual da cláusula de *earn-out*, que, no caso concreto, se aproxima de um contrato de intercâmbio, onde as partes enfatizaram o elemento de troca, com um menor grau de colaboração entre elas e maior independência. *In casu,* o risco essencial do negócio recaía sobre a capacidade da Sonoran de vender seus produtos, uma condição necessária para alcançar as metas do *earn-out*. Dessa maneira, atribuir à Perkinelmer o dever de vender os produtos da empresa-alvo seria inverter a distribuição dos riscos estabelecida contratualmente e alterar a lógica econômica do acordo pactuado entre as partes.

Em suma, a boa-fé objetiva, embora exigente em termos de comportamento leal e cooperativo, não impõe ao comprador o dever de garantir o sucesso do *earn-out*. A Perkinelmer cumpriu suas obrigações dentro dos limites contratuais, e o insucesso nas vendas reflete um risco assumido pela Sonoran na estrutura do negócio. Assim, a análise do caso demonstra que não houve violação da boa-fé ou do equilíbrio contratual ajustado.

O caso *Winshall v. Viacom International, Inc.* oferece uma oportunidade relevante para explorar a aplicação do princípio da boa-fé e a proteção das expectativas legítimas das partes em contratos empresariais, especialmente no contexto de uma cláusula de *earn-out*[132]. A análise dos fatos permite uma reflexão sobre como a boa-fé pode atuar como um elemento interpretativo e corretivo quando uma das partes adota comportamentos que frustram ou impedem o cumprimento da cláusula de *earn-out*.

Nesse caso, as partes firmaram um contrato de compra e venda envolvendo a transferência da empresa Harmonix Systems, Inc., no qual parte do preço era contingente e dependia do desempenho financeiro da Harmonix ao longo de um período de dois anos. As metas de *earn-out* estavam vinculadas ao crescimento do lucro bruto da empresa em 2007 e

---

[131] "São os comportamentos oportunistas justamente as fontes de grande parte dos problemas decorrentes da pactuação do *Earn Out*" (MARTINS-COSTA, Judith. *A boa-fé no direito privado*: critérios para a sua aplicação. São Paulo: Marcial Pons, 2015, p. 463).

[132] "O termo *legítima* aposto aos substantivos *confiança* ou *expectativa* aplica-se a todo ato, conduta, palavra ou comportamento ou omissão relativamente as quais o sujeito é considerado como estando de 'em bom direito', cabendo aos juízes determinar o que é ou não conforme ao 'bom direito', segundo os elementos circunstanciais e contextuais e conformemente as pautes de *id quod plerumque accidit*." (Id. Os avatares do abuso do direito e o rumo indicado pela boa-fé. *In*: TEPEDINO, Gustavo (org.). *Direito civil contemporâneo:* novos problemas à luz da legalidade constitucional. São Paulo: Atlas, 2008, p. 83).

2008. Um dos pontos cruciais foi a proposta feita pela Electronic Arts (EA), maior distribuidor da Harmonix, para reduzir as taxas de distribuição em 2008, o que facilitaria o cumprimento das metas de *earn-out*. No entanto, a Viacom rejeitou essa proposta para o período de *earn-out*, mas a aceitou para os anos seguintes, após o término da cláusula de *earn-out*.

O ponto central é se a rejeição da proposta de redução de taxas em 2008, seguida de sua aceitação para os anos subsequentes, configura uma violação da boa-fé por parte da Viacom e frustração das expectativas legítimas de Winshall e dos demais acionistas. Então, a principal questão é entender se, mesmo na ausência de uma cláusula expressa obrigando a Viacom a maximizar os valores de *earn-out*, a boa-fé deveria orientar suas ações no sentido de colaborar para o cumprimento das metas [133]. O art. 113 do Código Civil brasileiro estabelece que os contratos devem ser interpretados à luz da boa-fé e da proteção das expectativas legítimas das partes, considerando o contexto do negócio e os deveres de cooperação inerentes às relações contratuais.

Embora o contrato não previsse diretamente que a Viacom deveria reduzir as taxas de distribuição para alcançar as metas de *earn-out*, a boa-fé objetiva impõe que as partes evitem comportamentos que frustrem as expectativas legítimas do outro contratante. A recusa em aceitar a proposta de redução para o período de *earn-out*, seguida da aceitação para os anos subsequentes, claramente frustrou a finalidade e utilidade da cláusula de *earn-out*, ao não cooperar para o desempenho financeiro da empresa no período relevante[134]. Esse comportamento pode ser interpretado como uma tentativa de evitar o pagamento do preço

---

[133] 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. 88 f. Dissertação (Mestrado em Direito) - Escola de Direito, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2016, p. 56.

[134] "Como nem tudo há de estar expresso na declaração negocial, e esta não se confunde com o instrumento em que expressada, o que 'em cada situação' impõe a boa-fé aos contraentes conecta-se, portanto, também à finalidade do negócio e à utilidade que dele as partes poderiam legitimamente esperar" (MARTINS-COSTA, Judith. *A boa-fé no direito privado*: critérios para a sua aplicação. São Paulo: Marcial Pons, 2015, p. 461). No mesmo sentido da análise no caso concreto, embora com fundamento no dever de lealdade dos compradores oriundo do princípio da boa-fé objetiva, vê-se: "Transpondo-se os fatos para a realidade brasileira e tomando-se por base os princípios que regem as relações contratuais, principalmente o princípio da boa-fé objetiva, é plenamente possível que, aqui, a decisão proferida fosse outra. (...) Neste caso, a negociação de redução das taxas de distribuição dos jogos apenas após o período do *earn-out*, o impactou diretamente o atingimento do preço contingente pelos vendedores, claramente violaria o princípio da boa-fé objetiva do sistema pátrio. O comprador tem o dever de lealdade e de agir de forma a permitir aos vendedores o atingimento daquilo que foi pactuado, caso contrário, o racional econômico e contratual da estipulação do preço contingente estaria sendo desvirtuado em favor de apenas um dos contratantes" (ALVES, Daniel Rodrigues, op. cit., p. 70-71). Posteriormente, prossegue o autor com fundamento também na função corretora da boa-fé: "Poderia ser analisada, também, a função impositiva de limites ao exercício de direitos subjetivos das partes, mais precisamente, neste caso, do comprador. O comprador tinha o direito de gerir a sociedade adquirida da forma que bem entendesse. Entretanto, dado o princípio da boa-fé objetiva, o exercício desse direito não poderia se dar de forma a lesar o direito dos vendedores ao recebimento do preço contingente, sob pena de surgir um ato ilícito passível de indenização" (Ibid, p. 70).

contingente, violando a finalidade da cláusula e as expectativas legítimas dos acionistas vendedores.

No caso *Winshall v. Viacom*, a boa-fé exige que o contrato seja interpretado de maneira contextualizada, no qual o comportamento da Viacom deveria ser guiado por uma cooperação mínima para que o vendedor tivesse a oportunidade de atingir as metas de *earn-out*. A aceitação das condições mais favoráveis apenas após o término do período de *earn-out* demonstra um comportamento que contraria o espírito de colaboração implícito nesse tipo de cláusula.

No direito brasileiro, a boa-fé não só atua como um princípio interpretativo, mas também como um mecanismo corretivo e integrativo, impondo que as partes ajam de maneira leal e cooperativa. No caso em questão, a boa-fé impediria que a Viacom utilizasse seu controle sobre a Harmonix de modo a frustrar o cumprimento das metas de *earn-out*, como ao recusar uma proposta claramente benéfica à empresa-alvo durante o período relevante.

A conduta da Viacom, ao recusar a proposta da Electronic Arts para reduzir as taxas de distribuição durante o período de *earn-out* e aceitá-la apenas após o término desse período, prejudicou as expectativas legítimas dos acionistas vendedores. Assim, pode-se concluir que a Viacom, ao adotar uma postura de rejeição estratégica à proposta de redução de taxas durante o período de *earn-out*, violou o princípio da boa-fé, agindo de forma a frustrar a finalidade da cláusula e impedindo o alcance das metas acordadas. Portanto, no direito brasileiro, tal conduta seria considerada um comportamento oportunista, que deve ser reprimido por contrariar a boa-fé objetiva e a proteção das legítimas expectativas das partes. [135]

2.2.2 *Business judgement rule*

Como visto, o princípio da boa-fé objetiva deve ser aplicado com cuidado ao analisar se houve comportamento oportunista ou não a impedir ou acelerar a implementação da condição de pagamento do preço contingente.

O não atingimento das metas previamente definidas no contrato de compra e venda de participação societária não pode, em princípio, configurar violação ao princípio da boa-fé

[135] No mesmo sentido: "Sempre que o exercício da faculdade assegurada por cláusula desviar-se de seu fim econômico [i.e., de sua função econômica] haverá abuso de direito. Igualmente, o aviltamento à boa-fé, com a frustração da legítima expectativa considerada em termos objetivos, também será comportamento repelido pelo sistema de direito comercial, ainda com base nos arts. 187 e 422" (FORGIONI, Paula A. *A evolução do direito comercial brasileiro:* da mercancia ao mercado. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2009, p. 134).

objetiva, pelo simples fato de o comprador ter gerido a companhia da forma que lhe parecia estrategicamente mais adequada. Na omissão de previsões específicas que possam orientar o comportamento do comprador e do vendedor, enquanto exercerem papel de gestão na sociedade, o que se pode exigir deles é que tomem decisões negociais de maneira refletida, informada e desinteressada, tal como preceitua a teoria da *business judgment rule*[136] (LSA, art. 159, § 6º).

De origem inglesa e há muito aplicada nos tribunais norte-americanos[137], a *business judgment rule* é um princípio reconhecido no Direito Societário que protege administradores e diretores de uma empresa de responsabilização por suas decisões de gestão, desde que tomadas de maneira informada, de boa-fé e no melhor interesse da companhia. No contexto de contratos com cláusulas de *earn-out*, esse princípio pode ser aplicado para avaliar a conduta dos administradores que permanecem à frente da empresa durante o período em que as metas de *earn-out* estão em vigor.

Nos contratos de *earn-out*, parte do pagamento da aquisição é condicionada ao desempenho futuro da empresa-alvo, geralmente baseado em metas financeiras ou operacionais. Muitas vezes, o vendedor ou membros da administração anterior continuam na gestão da empresa adquirida para contribuir no alcance dessas metas. Isso cria um cenário onde decisões de gestão são monitoradas tanto pelo comprador quanto pelo vendedor, para assegurar que estejam alinhadas com o cumprimento do *earn-out*.

Durante esse período, os administradores podem enfrentar escolhas estratégicas que afetam diretamente o desempenho financeiro da empresa e o cumprimento das metas do *earn-out*. Por exemplo, a administração pode ter que decidir entre investir em um novo projeto, com impacto nos lucros de curto prazo, ou adotar uma postura conservadora para melhorar os resultados imediatos.

A *business judgment rule* oferece uma proteção crucial em situações como essa. Se um administrador toma uma decisão informada, com base em dados financeiros e consultando especialistas, ele está protegido contra acusações de que a decisão prejudicou a realização do *earn-out*. O princípio impede que administradores sejam responsabilizados simplesmente

---

[136] EIZIRIK, Nelson. *M&A:* regime societário e contratual. 1. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2024, p. 257.

[137] "A [*business judgement rule*] teve sua origem mais remota nos tribunais ingleses, em meados do século XVIII, em particular no caso *Charitable Corp. vs Sutton*, pelo qual os conselheiros de uma companhia de caridade foram acusados de não monitorar adequadamente os procedimentos de empréstimos da corporação, causando significativo prejuízo financeiro. (...) Já nos Estado Unidos da América, ao que se sabe, a BJR começou a ter os seus primeiros contornos apenas no século XIX, no caso *Percy vs. Millaudon*, julgamento pela Suprema Corte em 1829" (TUCCI, Roberta Marques de Moraes. *Business judgement rule*. 1. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2024, p. 34).

porque uma escolha estratégica não resultou no atingimento das metas, desde que essa decisão tenha sido legítima e tomada no melhor interesse da empresa.

Outro ponto importante da aplicação da *business judgment rule* em contratos de *earn-out* é a prevenção de abusos de poder. Como tanto o administrador quanto o comprador podem ter interesses diretos no resultado do *earn-out*, há o risco de que decisões sejam tomadas com o objetivo de manipular os resultados, evitando ou garantindo o pagamento adicional.

Nesse contexto, a *business judgment rule* funciona como um contrapeso: ela protege administradores que agem de boa-fé e no interesse da empresa, mas não aqueles que abusam de sua posição para manipular o *earn-out* deliberadamente. Por exemplo, se um administrador cortar despesas de *marketin*g essenciais para aumentar os lucros de curto prazo e garantir o *earn-out*, essa decisão pode ser contestada se não tiver sido feita no melhor interesse da empresa. A *business judgment rule* não protege decisões motivadas por interesses pessoais que desrespeitem os deveres fiduciários.

Ainda que a *business judgment rule* ofereça uma proteção valiosa, ela não é um escudo absoluto. O princípio tem limites, especialmente quando há evidências de má-fé, desinformação ou conflitos de interesse. Em contratos de *earn-out*, se o comportamento do administrador se desviar claramente da boa-fé ou dos interesses da empresa para favorecer seus próprios interesses — como a obtenção de um bônus atrelado ao *earn-out* — a proteção do princípio não se aplica.

Um exemplo claro dessa aplicação pode ser visto no *caso Rubin Squared, Inc. v. Cambrex Corp*. Nesse caso, os vendedores alegaram que a Cambrex impediu Jacques Rubin, o vendedor-administrador, de exercer controle total sobre a Bio Science, prejudicando o cumprimento das metas do *earn-out*. Também afirmaram que a Cambrex não fez os investimentos prometidos e adquiriu uma empresa concorrente, contrariando o espírito do contrato.

No entanto, a Corte entendeu que as decisões da Cambrex, como a de não realizar certos investimentos e a aquisição de uma empresa concorrente, eram legítimas, já que não estavam proibidas pelo contrato. Além disso, as alegações de promessas pré-contratuais não tinham sido incluídas no contrato final, e o tribunal destacou que os vendedores eram empresários experientes, assistidos por advogados competentes. Nesse contexto, a *business judgment rule* poderia proteger as decisões da Cambrex, uma vez que foram tomadas dentro da discricionariedade empresarial e sem evidências de má-fé.

A Corte também reconheceu que Jacques Rubin manteve a maior parte de seus poderes operacionais sobre a Bio Science, conseguindo até evitar algumas mudanças propostas pela Cambrex. Isso demonstra que as decisões da Cambrex não tinham como objetivo frustrar o

earn-out. Assim, a *business judgment rule* protegeria essas decisões, desde que dentro dos padrões de boa-fé e em prol dos interesses da empresa.

Contudo, a *business judgment rule* tem seus limites. Se os vendedores tivessem demonstrado que as decisões da Cambrex foram feitas intencionalmente para prejudicar os resultados da Bio Science e frustrar o *earn-out*, o princípio não se aplicaria. Nesse cenário, o comportamento da Cambrex poderia ser interpretado como violação do dever de boa-fé, permitindo que o art. 129 do Código Civil brasileiro fosse invocado para corrigir a manipulação maliciosa das condições.

Como se vê, no contexto de contratos com *earn-out*, a *business judgment rule* serve como ferramenta para equilibrar a proteção dos administradores que tomam decisões empresariais legítimas e informadas, enquanto preserva os interesses de ambas as partes. Ela oferece uma proteção contra a responsabilização pessoal por decisões de gestão, desde que essas decisões sejam transparentes, de boa-fé e no melhor interesse da empresa. O princípio, no entanto, tem limites claros e não protege administradores que agem em conflito com os interesses da empresa ou manipulam os resultados para garantir ou frustrar o *earn-out*, como evidenciado no caso Rubin Squared.

3 PROTEÇÃO DA PARTE QUANDO AFETADA POR COMPORTAMENTOS OPORTUNISTAS

3.1 O mecanismo do art. 129 do Código Civil

A análise de casos concretos é indispensável para identificar a caracterização do abuso de direito, especialmente quando a conduta de uma das partes cria obstáculos à execução da cláusula de *earn-out*. O próprio ordenamento jurídico brasileiro oferece uma consequência específica para tais situações, assegurando que o abuso de direito seja devidamente sancionado.

Desde a celebração do negócio condicional, como ocorre em contratos com *earn-out*, as partes estão vinculadas e, portanto, os princípios do Direito das Obrigações já incidem, gerando expectativas legítimas entre as partes quanto ao desenvolvimento correto e ao adimplemento da relação. A incerteza sobre a realização de uma condição não interfere na expectativa de que os eventos dependam apenas do curso natural dos acontecimentos, sem interferências indevidas.

Assim como em qualquer relação obrigacional, condutas ilícitas, conforme os arts. 186[138] e 187[139] do Código Civil[140], não são toleradas. Especificamente no contexto de um negócio condicional, o artigo 129 do Código Civil prevê sanções para manipulações maliciosas que afetem a realização da condição. O primeiro cenário ocorre quando a parte desfavorecida pela condição tenta, de forma maliciosa, impedir que ela se concretize. Nesse caso, a consequência é o cumprimento fictício da condição, ou seja, a condição será considerada como realizada. O segundo cenário é quando a parte beneficiada pela condição age maliciosamente para garantir seu cumprimento, situação em que a consequência será a consideração fictícia de que a condição não foi realizada.

Quando a interferência na condição é caracterizada como maliciosa, aplica-se o artigo 129 do Código Civil. Embora a violação da boa-fé não exija, necessariamente, a presença de malícia, a malícia agrava a conduta e se distancia ainda mais do padrão de comportamento exigido pela boa-fé contratual. O artigo 129 atua de forma autônoma em relação ao princípio

---

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

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

[140] BRASIL. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil. *Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil*, Brasília, DF, 11 jan. 2002.

da boa-fé objetiva, estabelecendo uma resposta legal específica para casos de manipulação maliciosa das condições. No entanto, isso não significa que a boa-fé objetiva deixe de incidir durante a fase condicional; ao contrário, o princípio da boa-fé permanece aplicável, mas a manipulação maliciosa de uma condição tem uma sanção específica prevista pelo legislador[141].

Vale ressaltar, contudo, que as condutas ilícitas em negócios condicionais não se limitam às consequências do art. 129 do Código Civil. Tais comportamentos também podem ensejar a aplicação do regime geral de responsabilidade civil, conforme o artigo 927 do Código Civil, baseado na ilicitude da conduta, podendo inclusive ser cumulados com as sanções do artigo 129. Dessa forma, além da fictícia realização ou não da condição, a parte prejudicada também pode buscar reparação pelos danos causados, reforçando a necessidade de respeito às obrigações e à boa-fé em contratos condicionais, especialmente em *earn-out*.

3.1.1 Vicissitude fictícia da condição

O cumprimento da condição contratual geralmente segue o curso ordinário e natural dos eventos[142]. No entanto, quando esse curso natural é alterado por uma ação maliciosa, seja positiva ou negativa, de alguém que se beneficia com o resultado, ocorre o que se chama de vicissitude fictícia da condição. Nesse cenário, o resultado é invertido, sempre em desfavor da parte que manipulou a condição[143]. A doutrina brasileira fundamenta o artigo 129 do Código Civil tanto na proteção da boa-fé contratual, garantindo justiça à parte prejudicada, quanto no princípio da responsabilidade civil[144].

---

[141] MARTINS-COSTA, Fernanda Mynarski. *Condição suspensiva*: função, estrutura e regime. São Paulo: Almedina, 2017, p. 131.

[142] VELOSO, Zeno. *Condição, termo e encargo.* São Paulo: Malheiros, 1997, p. 63.

[143] "À segunda limitação implícita diz respeito ao regime de verificação e não verificação das condições e à consequente projeção de eficácia dela derivada. No caso da cláusula de earn out, se o vendedor comanda a gestão social, ele pode atuar para que à condição que o favorece se verifique; se a gestão passa ao comprador, este pode atuar para que, pelo contrário, a condição não se implemente. Seria aplicável, nesse caso, o regramento de que se reputa 'verificada, quanto aos efeitos jurídicos, a condição cujo implemento for maliciosamente obstado pela parte a quem desfavorecer, considerando-se, ao contrário, não verificada a condição maliciosamente levada a efeito por aquele a quem aproveita o seu implemento' (CC, art. 129)" (BUSCHINELLI, Gabriel Saad. Cláusula de determinação contingente do preço (Earn Out) na compra e venda de participações societárias. *In*: LAMACHIA, Claudio; CEREZETTI, Sheila C. Neder; COSTA NETO, Gustavo Ramiro (coords.). *Estudos de direito empresarial*. Brasília: OAB, Conselho Federal, v. I, 2019, p. 184-185).

[144] Entendem que o fundamento está no princípio da responsabilidade: RODRIGUES, Silvio. *Curso de direito civil.* 32. ed. São Paulo: Saraiva, v.1, p. 252; CARVALHO SANTOS, João Manoel. *Código civil brasileiro* interpretado. 14. ed. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1991, v. 3, p. 78. No tocante ao reputar a boa-fé como substrato da norma: TEPEDINO, Gustavo; BARBOZA, Heloísa Helena; MORAES, Maria Celina Bodin de. *Comentários ao código civil conforme a Constituição da República*. 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, v. 1, p. 262.

A lógica defendida pela doutrina indica que, por presunção, o figurante prejudicado será reparado de forma especial e, em muitos casos, por meio de um mecanismo mais favorável. Assim, a incerteza do evento é resolvida em favor da parte inocente e contra o manipulador[145]. A legislação brasileira, dessa forma, criou um mecanismo de reparação específico, distinto do regime geral de responsabilidade civil, afastando-se da regra tradicional de reparação de danos.

A dúvida que surge é porque o regime geral de responsabilidade civil não se aplica a essas situações. Nesse ponto, Pontes de Miranda fez uma observação importante que muitas vezes é ignorada[146]: a vicissitude fictícia serve precisamente para garantir que o manipulador não se beneficie de sua conduta ilícita. Isso significa que, ao aplicar a regra do artigo 129, o legislador visou criar uma sanção específica e eficaz para impedir que o infrator colha os frutos de sua própria manipulação, assegurando, assim, a manutenção da boa-fé e a justiça no cumprimento das condições contratuais.

Esse é o exemplo dado por Pontes de Miranda:

> [O] empregador estabelece que, findos cinco anos de trabalho efetivo na empresa, tem o empregado participação nos lucros e, maliciosamente (= para evitar que o tempo se complete; ou para evitar incidência de lei nova de aumento), despede, sem justa causa, o empregado[147].

Nessa perspectiva, o regime geral de responsabilidade civil pode, segundo o autor, não ser suficientemente eficaz para desestimular a conduta maliciosa do figurante manipulador. Isso ocorre porque o valor da indenização, no âmbito da responsabilidade civil, pode ser inferior ao valor da contraprestação originalmente devida com a realização da condição. Assim, o ponto central do art. 129 do Código Civil está em justamente desincentivar o ato voluntário que impede ou força a condição, visando o benefício próprio[148].

O figurante manipulador, ao agir dessa maneira, comete uma conduta ilícita que invariavelmente prejudica o interesse legítimo da parte inocente. Por esse motivo, o legislador não precisou incluir expressamente o elemento do dano no suporte fático do dispositivo, já que

---

[145] Tratando do art. 120 do Código Civil de 1916, cuja redação é similar à do atual art. 129: "O fundamento da regra aceita pelo legislador pátrio está em que a malícia do devedor, acarretando a sua responsabilidade pelos danos que proporcione ao credor, supre a falta do elemento requerido para que o contrato desenvolva a eficácia decorrente da declaração de vontade" (ESPÍNOLA, Eduardo. *Manual do Código Civil brasileiro*. Rio de Janeiro: Jacintho Ribeiro dos Santos, 1926, v. 3, p. 490).

[146] MARTINS-COSTA, Fernanda Mynarski. *Condição suspensiva*: função, estrutura e regime. São Paulo: Almedina, 2017, p. 131.

[147] PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito Privado*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2013, t. V, p. 227-228.

[148] TEPEDINO, Gustavo; BARBOZA, Heloísa Helena; MORAES, Maria Celina Bodin de. *Comentários ao código civil conforme a Constituição da República*. 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, v. 1, p. 261; 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*. *Revista de Arbitragem e Mediação*, São Paulo, v. 11, n. 42, jul./set. 2014, p. 153.

a manipulação por si só compromete o interesse legítimo de que a condição se realize de acordo com o curso natural dos acontecimentos. Ainda assim, na ausência do art. 129, o prejudicado estaria protegido pelas regras gerais de ressarcimento de perdas e danos previstas nos arts. 186 e 187 do Código Civil.

O art. 129, portanto, atua como uma espécie de baliza de ilicitude, vedando o exercício indevido de posições jurídicas. Funciona como uma norma de eficácia imediata, determinando ficticiamente a produção, ou não, dos efeitos condicionados do negócio, para garantir que o manipulador não se beneficie de sua conduta ilícita. Em outras palavras, o dispositivo impede que, por meio de um ato ilícito, a parte manipuladora possa alterar o curso normal dos eventos e obter vantagem. Além disso, serve como uma reparação específica para proteger o interesse legítimo da parte inocente, já que a manipulação prejudica esse interesse ao violar a expectativa de que a condição seguiria seu curso normal.

3.1.2 Verificação do "ato malicioso"

A maioria dos autores brasileiros clássicos interpreta o artigo 129 do Código Civil exigindo o dolo da conduta do figurante manipulador, em razão da expressão "maliciosamente" utilizada pelo legislador[149]. No entanto, há uma visão relevante apresentada por Gustavo Tepedino, Heloísa Helena Barboza e Maria Celina Bodin de Moraes que amplia o entendimento do termo "maliciosamente". Para esses autores, seguidos de boa parte da doutrina autal[150], o

[149] Exigindo dolo ao suporte fático: PEREIRA, Caio Mario da Silva. *Instituições de direito civil*. Rio de Janeiro: Forense, 2013, v. 1, p. 472; RODRIGUES, Silvio. *Curso de direito civil*. 32. ed. São Paulo: Saraiva, 2002, v. 1, p. 252; VENOSA, Silvio de Salvo. *Direito Civil Parte Geral*. Rio de Janeiro: Editora Gen, v. 1, 2024, p. 529; ESPÍNOLA, Eduardo. *Manual do código civil brasileiro*. Rio de Janeiro: Jacintho Ribeiro dos Santos, 1926, v. 3, p. 489.

[150] "A doutrina mais recente tem defendido que tal expressão deve ser interpretada não como referência à intencionalidade do agente, mas sim como uma vedação a condutas desleais, incompatíveis com o dever de cooperação que se extrai do princípio da boa-fé" (SCHREIBER, Anderson et al. *Código civil comentado:* doutrina e jurisprudência. Rio de Janeiro: Forense, 2019, p. 84). Ainda, "reproduzindo o art. 120 do Código Civil de 1916, o dispositivo assemelha- se ao § 162 do BGB, com a diferença de que, na redação germânica, faz-se referência explícita à conduta contrária à boa-fé, ao passo que, no Código Civil Brasileiro, menciona- se a atuação maliciosa. Seria possível ver nessa diferença redacional uma ideia de que o comportamento 'malicioso' da parte deveria ser doloso, intencional, exigindo a verificação de elementos subjetivos. A leitura sistemática do artigo no Código Civil, contudo, indica para um resultado hermenêutico semelhante ao alemão" (BUSCHINELLI, Gabriel Saad. Cláusula de determinação contingente do preço (*Earn Out*) na compra e venda de participações societárias. *In*: LAMACHIA, Claudio; CEREZETTI, Sheila Neder; COSTA NETO, Gustavo Ramiro (coords.). *Estudos de direito empresarial.* Brasília: OAB, Conselho Federal, v. I, p. 2019, p. 185); "Neste particular revela-se, ademais - ainda uma vez - a força hermenêutica do princípio da boa-fé que tem conduzido a doutrina mais recente - acertadamente, ao meu modo de ver - a perceber com temperamento o advérbio "maliciosamente" que está no texto do art. 129. A doutrina tradicional limitava a incidência da regra legal apenas às hipóteses de dolo, considerado em seu sentido

conceito abrange toda atuação voluntária que busca um fim reprovado pelo ordenamento jurídico, dispensando a necessidade de dolo.

A fundamentação dessa interpretação se apoia na aplicação do princípio da boa-fé objetiva. Segundo essa perspectiva, o princípio impõe um comportamento proativo e cooperativo por parte do credor. Assim, qualquer conduta que falhe em colaborar com o adimplemento da obrigação, mesmo sem dolo, já configura uma violação do dever contratual, pois infringe o princípio da boa-fé[151]. Desse modo, a ausência de colaboração, ainda que sem intenção deliberada de prejudicar, seria suficiente para desencadear a incidência do artigo 129.

Confira-se a conclusão dos autores:

> [A]o interferir na relação obrigacional (mediante ato voluntário que lhe seja imputável) no sentido de impedir o implemento da condição que lhe desfavorecia, age culposamente; e eis o bastante para que o ordenamento considere a condição verificada[152].

Essa interpretação parece ser a mais compatível com o Código Civil de 2002, uma vez que a ilicitude no exercício de direitos, conforme previsto no art. 187 do Código Civil, está em harmonia com as consequências estipuladas pelo art. 129. Trata-se de um exemplo claro de exercício contrário à boa-fé. Nesse sentido, o advérbio "maliciosamente" deve ser entendido como abrangendo tanto a conduta dolosa quanto aquela que se desvia, de forma evidente, do padrão de boa-fé objetiva[153]. A malícia, nesse contexto, pode ser presumida quando há uma disjunção flagrante entre o comportamento esperado e o comportamento efetivamente adotado pela parte manipuladora. A ilicitude que se enquadra no art. 187 decorre do uso irregular, disfuncional ou abusivo de um direito.

Ademais, a jurisprudência brasileira tem se orientado pela existência, ou não, de justificativas para a conduta do manipulador como critério para a aplicação do art. 129. Ou seja,

---

estrito. No entanto, o acolhimento do princípio no Código Civil onde se aloca também como cânone de interpretação dos negócios jurídicos (art. 113) tem levado a considerar, como exemplarmente explanam Tepedino, Barboza e Bodin de Moraes, a dispensabilidade do dolo para a incidência da regra. 'A cláusula geral da boa-fé impede que se mantenha este entendimento, já que impõe um comportamento pró-ativo de cooperação (...)'" (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. *Revista de Arbitragem e Mediação*, São Paulo, v. 11, n. 42, jul./set. 2014, p. 153).

[151] TEPEDINO, Gustavo; BARBOZA, Heloísa Helena; MORAES, Maria Celina Bodin de. *Comentários ao código civil conforme a Constituição da República*. 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, v. 1, p. 262. Orlando Gomes também não exige o dolo para incidência do suporte fático, embora não deixe claro qual o fundamento para tanto (GOMES, Orlando. *Introdução ao Direito Civil*. 19. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2008, p. 355).

[152] Ibid, p. 262.

[153] "No regime anterior, entendia-se que a aplicação desse dispositivo sujeitava-se à verificação do dolo. No entanto, com a consolidação do princípio geral da boa-fé, que impõe um comportamento de cooperação entre as partes, a expressão *'maliciosamente'* adquiriu novo significado, que não demanda o elemento intencional, mas tão somente a culpa" (EIZIRIK, Nelson. *M&A:* regime societário e contratual. São Paulo: Quartier Latin, 2024, p. 256).

se a conduta que obstrui ou força a realização da condição não possui qualquer justificativa plausível, a aplicação do art. 129 é automaticamente reconhecida[154]. Dessa forma, ocorre uma presunção de malícia em relação ao figurante manipulador, cabendo a ele o ônus de provar a legitimidade de sua conduta.

Em emblemático julgado recente tratando especificamente de aplicação do art. 129 em contrato com cláusula de earn out, o Superior Tribunal de Justiça (STJ) chancelou o entendimento de que não prescinde de comprovação de dolo a caracterização do "ato malicioso" de que trata o art. 129 do Código Civil, bastando a conduta violadora da boa-fé, que se voltou a impedir que a condição se implementasse[155].

3.1.3 Tutela reparatória

O posicionamento de que o art. 129 do Código Civil não possui primariamente um caráter ressarcitório não impede o reconhecimento de proteção para outras situações que envolvam condutas ilícitas ocorridas durante o período de pendência. Se houver dolo ou culpa, dano e nexo de causalidade, o agente responsável pela conduta ilícita responderá pelos prejuízos causados, conforme a regra geral da responsabilidade civil prevista no art. 927 do Código Civil. Nesse contexto, a responsabilidade será contratual, uma vez que o negócio condicional já foi concluído, estando apenas suspensos os efeitos condicionados.

Além disso, algumas questões peculiares surgem nessa análise. É possível observar que, em determinadas situações, o art. 129 pode ser suficiente para reparar o figurante prejudicado, impondo a verificação fictícia da condição ou a sua não realização. No entanto, em alguns casos, o prejudicado pode não ter mais interesse na concretização dos efeitos condicionados, optando por buscar uma indenização por perdas e danos, que seria mais alinhada aos seus interesses. Isso ocorre quando a condição-fato foi acordada com relevância apenas para a parte inocente. Imagine-se, por exemplo, uma compra e venda de um terreno condicionada à concessão de licença de edificação. Se, por uma conduta maliciosa, a licença for impedida, o art. 129 pode

---

[154] SÃO PAULO (Estado). Tribunal de Justiça. *Apelação nº 922.895-0/4*, Relator Des. Irineu Pedrotti, 34ª Câmara de Direito Privado, São Paulo, julgado em: 15/08/2007; Id. *Apelação Cível nº 0260355-74.2009.8.26.0002*, Relator Des. Itamar Gaino, 21ª Câmara de Direito Privado, São Paulo, julgado em: 20/06/2012; Id. *Apelação nº 7.000.358-8*, Relator Des. Itam Hamid Bdine, 14ª Câmara de Direito Privado, São Paulo, julgado em: 05/05/2006.

[155] BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. *Recurso Especial nº 2117094/SP*, Rel. Min. Ricardo Villas Bôas Cueva, 3ª Turma, Brasília, julgado em: 05/05/2024.

determinar a verificação da condição, mas o prejudicado pode já não ter mais interesse na edificação. Assim, a solução mais adequada seria a indenização pelos prejuízos causados, caso o figurante inocente prefira essa via.

Uma questão complexa nesse contexto é definir como a indenização opera em tais situações, especialmente porque a conduta ilícita ocorre durante o período de pendência, quando o direito ainda não é exigível. Nesse momento, a fase pré-contratual já foi superada, mas a fase executória ainda não começou, e nem se sabe se será completada. Não se pode falar, tecnicamente, em inadimplemento de uma obrigação, já que o direito correlato ainda não é certo nem exigível. No entanto, quando há "malícia" e o art. 129 é aplicado, a ficção jurídica transforma a expectativa de direito em um direito exigível e certo, dissipando a incerteza quanto à sua exigibilidade. No exemplo da licença de edificação, caso a prestação se torne inútil para o credor, haverá o reconhecimento de inadimplemento definitivo, abrangendo, portanto, o interesse positivo[156].

Uma situação distinta é aquela em que a ficção do art. 129 não incide, por exemplo, quando há apenas culpa leve do figurante. Nesses casos, persiste a incerteza sobre a superveniência da exigibilidade do direito. Se, por conta da conduta ilícita, houver a perda da chance de o direito expectado tornar-se exigível, a probabilidade desse resultado favorável, que foi eliminada, deve ser indenizada com base na teoria da perda de uma chance.

[156] CRUZ, Gisela Sampaio da. *Lucros cessantes*: do bom senso ao postulado normativo da razoabilidade. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011, p. 126.

CONCLUSÃO

A cláusula de *earn-out* tem como função essencial alinhar os interesses do comprador e do vendedor em operações de fusões e aquisições (M&A), especialmente quando há divergências na avaliação da empresa-alvo. Esse mecanismo permite que o preço de venda seja ajustado com base no desempenho futuro da empresa, garantindo uma solução intermediária entre as expectativas otimistas do vendedor e a postura cautelosa do comprador. Assim, o comprador paga um valor inicial mais conservador e se compromete a realizar pagamentos adicionais, caso metas previamente estabelecidas sejam atingidas. Essa estrutura possibilita uma alocação mais eficiente de riscos, protegendo ambas as partes de potenciais incertezas.

No entanto, o *earn-out* não é isento de desafios. A sua aplicação em contratos de M&A exige atenção rigorosa à redação das cláusulas, que devem ser precisas e claras, evitando ambiguidades que possam gerar disputas. A definição das metas, prazos e critérios de avaliação precisa ser objetiva, refletindo a verdadeira vontade das partes. Uma redação deficiente pode gerar insegurança jurídica e litígios, especialmente diante da complexidade da execução do *earn-out*, na qual comportamentos oportunistas de ambas as partes podem surgir. A cláusula deve prever mecanismos de fiscalização, definir métricas claras e estabelecer responsabilidades, a fim de mitigar o risco de uma parte agir de forma a dificultar ou acelerar artificialmente o cumprimento das metas.

A interpretação dessas cláusulas é fundamental para sua correta aplicação. Aqui, a boa-fé objetiva desempenha um papel central. No Direito Contratual brasileiro, a boa-fé impõe deveres de lealdade e cooperação entre as partes, exigindo que ajam de maneira transparente, evitando condutas que possam frustrar o objetivo do contrato. Em um contrato com *earn-out*, o comprador deve agir de maneira a não dificultar o cumprimento das metas, assim como o vendedor deve abster-se de medidas que distorçam o desempenho da empresa apenas para alcançar o pagamento adicional. O princípio da boa-fé é, portanto, uma ferramenta interpretativa essencial, que impede o uso estratégico de lacunas contratuais ou de ações maliciosas que contrariem o espírito do contrato.

A *business judgment rule*, por sua vez, também tem um papel relevante na interpretação e execução das cláusulas de *earn-out*. Essa regra protege os administradores de empresas contra ações judiciais que questionem suas decisões de negócios, desde que tomadas de maneira informada, em boa-fé e no melhor interesse da empresa. No contexto do *earn-out*, no qual o vendedor muitas vezes permanece à frente da empresa durante o período de aferição das metas,

a *business judgment rule* assegura que decisões empresariais legítimas, tomadas para o bem da empresa, sejam respeitadas, mesmo que resultem no não cumprimento das metas. Contudo, essa proteção não se aplica a decisões manipuladas ou destinadas a frustrar os objetivos do contrato. A combinação da boa-fé objetiva e da *business judgment rule* oferece um equilíbrio importante, protegendo tanto os direitos do comprador quanto do vendedor, sem prejudicar a administração eficiente da empresa.

Além desses princípios, o ordenamento jurídico brasileiro oferece um mecanismo de coerção específico para evitar abusos durante a execução de contratos condicionais, como os que envolvem *earn-out*. O art. 129 do Código Civil estabelece que, se uma das partes agir de maneira a impedir maliciosamente a realização de uma condição, esta será considerada como cumprida. De maneira similar, se uma parte agir de forma a forçar a realização da condição de forma indevida, ela será considerada como não ocorrida. Esse dispositivo é uma ferramenta eficaz de controle de comportamentos oportunistas, garantindo que nenhuma das partes manipule os resultados para obter benefícios indevidos. O ponto importante é que o art. 129 não exige dolo para sua aplicação — basta que a conduta seja contrária à boa-fé objetiva.

Ademais, o art. 129 pode ser aplicado de forma cumulativa com o regime de responsabilidade civil, permitindo a reparação dos danos causados pela conduta maliciosa. Dessa forma, uma parte que se sinta prejudicada pelo comportamento da outra pode, além de exigir a execução fictícia da condição, buscar indenização pelos prejuízos sofridos. Isso reforça a necessidade de que o *earn-out* seja tratado com a seriedade que merece, desde a negociação e redação até a execução e cumprimento das metas.

Em suma, o *earn-out* é uma ferramenta valiosa para resolver impasses em operações de M&A, mas sua eficácia depende de uma redação clara e precisa, que reflita de forma fiel os interesses das partes. A interpretação e aplicação dessas cláusulas devem sempre ser pautadas pela boa-fé objetiva e pela proteção às decisões empresariais legítimas, conforme a *business judgment rule*. Finalmente, o art. 129 do Código Civil funciona como um mecanismo essencial de coerção e sanção, assegurando que as partes ajam de maneira justa, sem distorcer o contrato para obter vantagens indevidas. Ao considerar todos esses aspectos, o *earn-out* pode cumprir seu papel de forma eficaz, proporcionando segurança jurídica e previsibilidade nas transações empresariais.

REFERÊNCIAS

ADEL, Roberto. Earn-Outs: Don't Trade a Handshake Today for a Lawsuit Tomorrow. *Orange County Business School Journal*, set. 2013.

ALMEIDA, Carlos Ferreira de. *Contratos IV: funções. Circunstâncias. Interpretaçã*o. Coimbra: Almedina, 2014. 368 p.

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. 88 f. Dissertação (Mestrado em Direito) - Escola de Direito, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2016.

AMARAL, Francisco. *Da irretroatividade da condição suspensiva no direito civil brasileiro*. Rio de Janeiro: Forense, 1984. 314 p.

APPLEGATE, Jane. Earnout Sale Keeps Continuity And Saves Cash. *The Seattle Times*, 19 nov. 1990. Disponível em: http://community.seattletimes.nwsource.com/archive/?date=19901119&slug=1103313. Acesso em: 15 jul. 2024.

ARAGÃO, Leandro Santos de. Dever de informar e operações de reorganização societária: procedimento preparatório e as informações assimétricas. *In*: _____; CASTRO, Rodrigo de. *Reorganização societária*. São Paulo, Quartier Latin, 2005. p. 52-99.

ARAGÃO, Paulo Cezar. Obrigações vinculadas à cláusula de earn-out prevista no contrato. *In*: GOUVÊA, Carlos Portugal; PARGENDLER, Mariana; LEVI-MINZI, Maurizio (orgs.). *Fusões e aquisições*: pareceres. São Paulo: Almedina, 2022. p. 345-378.

AZEVEDO, Antonio Junqueira de. *Novos Estudos e Pareceres de Direito Privado*. São Paulo: Saraiva, 2009. 640p.

Negócio Jurídico: existência, validade e eficácia. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2002. 184 p.

BARROS, Bettina. Aqua Capital conclui novo fundo e reforça planos de aquisições. *Valor*, 20 jun. 2017. Disponível em: https://valor.globo.com/agronegocios/noticia/2017/06/20/aqua-capital-conclui-novo-fundo-e-reforca-planos-de-aquisicoes.ghtml. Acesso em: 18 jul. 2024.

BARTLETT, Joseph. *Equity Finance*: venture capital, buyouts, restructurings and reorganizations. 2. ed. Nova York: Wolters Kluwer Law & Business, 2014. 1784 p.

BRANCO, Gerson Luiz Carlos. *Função social dos contratos*: interpretação à luz do Código Civil. São Paulo: Saraiva, 2009. 360p.

BRASIL. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil. *Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil*, Brasília, DF, 11 jan. 2002.

Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. *Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil*, Brasília, DF, 17 dez. 1976.

Superior Tribunal de Justiça. *Recurso Especial nº 2117094/SP*, Rel. Min. Ricardo Villas Bôas Cueva, 3ª Turma, Brasília, julgado em: 05/05/2024.

BUSCHINELLI, Gabriel Saad. Cláusula de determinação contingente do preço (Earn Out) na compra e venda de participações societárias. *In*: LAMACHIA, Claudio; CEREZETTI, Sheila C. Neder; COSTA NETO, Gustavo Ramiro (coords.). *Estudos de direito empresarial*. Brasília: OAB, Conselho Federal, v. I, 2019. p. 171-197.

CARVALHO SANTOS, João Manoel. *Código civil brasileiro* interpretado. 14. ed. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1991, v. 3. 512p.

Compra e venda de participações societárias de controle. São Paulo: Quartier Latin, 2018. 453 p.

CORDEIRO, Antonio Manuel da Rocha e Menezes. *Da boa-fé no direito civil.* Coimbra: Almedina, 1997. 1406 p.

CRIMINIS, Paul; GRAY, Ben; WALLER, Jessica. Earn-outs in M&A transactions: key structures and recent developments. *The M&A Journal*, v. 10, n. 10. Disponível em: https://www.mayerbrown.com/public_docs/06-22-11_CorpSec_Webinar_Earnouts.pdf. Acesso em: 09 out. 2024.

CRUZ, Gisela Sampaio da. *Lucros cessantes*: do bom senso ao postulado normativo da razoabilidade. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011. 396p.

EIZIRIK, Nelson. *M&A:* regime societário e contratual. São Paulo: Quartier Latin, 2024. 360 p.

ESPÍNOLA, Eduardo. *Manual do Código Civil brasileiro*. Rio de Janeiro: Jacintho Ribeiro dos Santos, 1926, v. 3. 646 p.

ESTADOS UNIDOS. Distrito Geórgia do Norte. Tribunal Distrital. *Caso Nº 1:07-cv-2985-WSD, Hodges vs. Medassets Net Revenue Systems*, LLC, julgado em: 19/02/2008.Disponível em: https://casetext.com/case/hodges-v-medassets-net-revenue-systems. Acesso em: 9 out. 2024.

Distrito do Kansas. Tribunal Distrital. Caso Nº 01-2193-JWL, *Horizon Holdings, L.L.C. vs. Genmar Holdings, Inc.*, julgado em: 30/05/2002. Disponível em: https://casetext.com/case/horizon-holdings-v-genmar-holdings. Acesso em: 20 jul. 2024.

Tribunal de Apelações do Segundo Circuito. *Caso Nº 07-4063-cv, Rubin Squared, Inc. v. Cambrex Corporation*, julgado em: 25/03/2009. Disponível em: https://casetext.com/case/rubin-squared. Acesso em: 20 jul. 2024.

Tribunal de Chancelaria de Delaware. *Caso Nº 2793-VCL*, *Comet Systems, Inc. Shareholders' Agent, et al. v. Miva, Inc.*, julgado em: 22/10/2008. Disponível em: http://caselaw.findlaw.com/de-court-of-chancery/1267797.html. Acesso em: 15 jul. 2024.

Tribunal de Chancelaria de Delaware. *Caso Nº 64550, Geoffrey Chambers e Robert Wheeler v. Genesee & Wyoming Inc.*, julgado em: 11/08/2005. Disponível em: https://law.justia.com/cases/delaware/court-of-chancery/2005/64550-1.html. Acesso em: 15 jul. 2024.

Tribunal de Apelações do Oitavo Circuito. *Caso Nº 1249799, United States v. Salkil*, julgado em: 05/03/2005. Disponível em: https://caselaw.findlaw.com/court/us-8th-circuit/1249799.html. Acesso em: 9 out. 2024.

Tribunal de Apelações do Décimo Primeiro Circuito. *Caso Nº 387 F.3d 1188, United States v. Council*, julgado em: 02/11/2004. Disponível em: https://www.leagle.com/decision/20041575387f3d118811464. Acesso em: 15 jul. 2024.

Tribunal de Apelações do Décimo Circuito. *Caso Nº 03-3094*, *O'Tool v. Genmar Holdings, Inc.*, julgado em: 03/11/2004. Disponível em: https://casetext.com/case/otool-v-genmar-holdings-inc. Acesso em: 15 jul. 2024.

Tribunal de Apelações do Oitavo Circuito. *Caso Nº 1249799*, *United States v. Salkil*, julgado em: 05/05/2003. Disponível em: https://caselaw.findlaw.com/court/us-8th-circuit/1249799.html. Acesso em: 1 maio 2024.

DE PAULA, José Arnaldo Godoy Costa. O earn out na compra de participações societárias e seus efeitos tributários sobre o custo de aquisição de investimentos. *Revista Direito Tributário Atual*, São Paulo, n. 43, ano 37, p. 222-251, jul./dez. 2019.

FORGIONI, Paula. *Contratos empresariais*: teoria geral e aplicação. 2. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016. 335 p.

A evolução do direito comercial brasileiro: da mercancia ao mercado. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2009. 208 p.

FRANÇA, Erasmo; ADAMEK, Marcelo Von. Aproveitamento de oportunidades comerciais da companhia pelo acionista controlador (*corporate opportunity doctrine*). *In*: _____; (coords.). *Temas de direito empresarial e outros estudos em homenagem ao Prof. Luiz Gastão Paes de Barros Leães*. São Paulo: Editora Malheiros, 2014. p. 88-110.

FREIRE, José Luís de Salles. Cláusulas de "earn-out" em aquisições. *Capital Aberto*, 1 abr. 2010. Disponível em: https://capitalaberto.com.br/nao-listavel/clausulas-de-earn-out-em-aquisicoes/. Acesso em: 10 maio 2024.

FREUND, James C. *Anatomy of a merger*: strategies and techniques for negotiating corporate acquisitions. Nova York: Law Journal Press, 1975. 559 p.

GILSON, Ronald; BLACK, Bernard. *The law and finance of corporate acquisitions*. 2. ed. Westbury: Foundation Press, 1995. 1824 p.

GOMES, Orlando. *Introdução ao Direito Civil*. 19. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2008. 417p.

LAGORIO-CHAFKIN, Christine. How to structure an earn-out. *Inc*., 11 mar. 2010. Disponível em: https://www.inc.com/guides/earn-out-structuring.html. Acesso em: 12 ago. 2024.

LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEREIRA, José Luiz. O Projeto de Lei e a Exposição Justificativa. *In*: _____; _____. *A lei das S.A: pressupostos, elaboração, aplicação*. Rio de Janeiro: Renovar, 1997. p. 221-260.

LEVY, Daniel. Acionista controlador – abuso do poder de controle – diminuição do valor das ações – exercício do *call* pelo controlador – alegação da própria torpeza – incorporação de contingências. *In*: YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti. *Processo Societário II*. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 117-136.

LUNARDI FILHO, Ferdinando César. *A remuneração dos administradores das sociedades anônimas*. 2013. 277 f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013.

LUZIO, Eduardo. *Fusões e aquisições em ato. Guia prático: geração e destruição de valor em M&A*. São Paulo: Cenage Learning, 2014. 360 p.

LYNN, Michael P. *A survey of cases analyzing earnout agreements*. White Paper. Dallas: Lynn Tillotson Pinker Cox, LLP, 2012. Disponível em: https://utcle.org/ecourses/OC4162/get-asset-file/asset_id/27424. Acesso em: 17 maio 2024.

MARTINS-COSTA, Fernanda Myranski. *Condição suspensiva:* função, estrutura e regime jurídico. São Paulo: Almedina, 2017.

MARTINS-COSTA, Judith. A cláusula de *buy or sell* na perspectiva do direito das obrigações. *In*: VENANCIO FILHO, Alberto; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto C. (orgs.). *A Lei das S.A. em seus 40 Anos*. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 535-562.

A boa-fé no direito privado: critérios para a sua aplicação. São Paulo: Marcial Pons, 2015. 895 p.

Modelos de direito privado. São Paulo: Marcial Pons, 2014. 608p.

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. *Revista de Arbitragem e Mediação*, São Paulo, v. 11, n. 42, p. 153-188, jul./set. 2014.

Os avatares do abuso do direito e o rumo indicado pela boa-fé. *In*: TEPEDINO, Gustavo (org.). *Direito civil contemporâneo:* novos problemas à luz da legalidade constitucional. São Paulo: Atlas, 2008. p. 57-95.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. Quem deve comandar a companhia? Alocação do poder empresarial: sistema de freios e contrapesos. *In*: KUYVEN, Luiz Fernando Martins (coord). *Temas Essenciais de Direito Empresarial*: estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 35-42.

PEREIRA, Caio Mario da Silva. *Instituições de Direito Civil*. Rio de Janeiro: Forense, 2013, v. 1. 648 p.

PIVA, Luciano Zordan. *O earn-out na compra e venda de empresas*. São Paulo: Quartier Latin, 2019. 220p.

PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito Privado*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2013*,* t. V. 650 p.

Tratado de Direito Privado. 4. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1983, t. V. 650 p.

REYES, Francisco. *Direito societário americano.* São Paulo: Quartier Latin, 2013. 368 p.

RODRIGUES, Silvio. *Curso de direito civil.* 32. ed. São Paulo: Saraiva, v.1. 368 p.

SÁ, Fernando Oliveira e. A determinação contingente do preço de aquisição de uma empresa através de cláusulas de earn out. *In*: CÂMARA, Paulo; BASTOS, Miguel (orgs.). *Aquisição de empresas*. Coimbra: Almedina, 2011. p. 401-410.

SALLES DE TOLEDO, Paulo Fernando Campos. *O conselho de administração na sociedade anônima*. São Paulo: Atlas, 1997. 123 p.

SALOMÃO FILHO, Calixto. *O novo direito societário*. São Paulo: Malheiros, 1999. 480 p.

SAMPAIO CAMPOS, Luiz Antonio. Deveres e Responsabilidades. *In*: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEREIRA, José Luiz (coords). *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, v. I. p. 1.084-1.262.

SÃO PAULO (Estado). Tribunal de Justiça. *Apelação Cível nº 3000026-89.8.26.0604*, Relator Des. Alicies Leopoldo e Silva Júnior, 1ª Câmara de Direito Privado, 2ª Vara Cível, Sumaré, julgado em: 13/09/2016.

Apelação nº 0125493-61.2012.8.26.0100, Relator Des. Francisco Loureiro, 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, São Paulo, julgado em: 02/10/2012, publicado em: 03/10/2012.

Apelação nº 124593-61.2012.8.26.0100, Relator Des. Francisco Loureiro, 1ª Câmara de Direito Privado, São Paulo, julgado em: 02/10/2012.

Agravo de Instrumento nº 0028062-36.2012.8.26.0000, Relator Des. Francisco Loureiro, 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, São Paulo, julgado em: 08/05/2012.

Apelação Cível nº 0260355-74.2009.8.26.0002, Relator Des. Itamar Gaino, 21ª Câmara de Direito Privado, São Paulo, julgado em: 20/06/2012.

Apelação nº 922.895-0/4, Relator Des. Irineu Pedrotti, 34ª Câmara de Direito Privado, São Paulo, julgado em: 15/08/2007.

Apelação nº 7.000.358-8, Relator Des. Itam Hamid Bdine, 14ª Câmara de Direito Privado, São Paulo, julgado em: 05/05/2006.

SCHREIBER, Anderson et al. *Código Civil comentado:* doutrina e jurisprudência. Rio de Janeiro: Forense, 2019. 1696 p.

SESTER, Peter. *Business and investment in Brazil:* law and practice. Nova York: Oxford University Press, 2022. 560 p.

SIEBENEICHLER DE ANDRADE, Fábio. Notas sobre o enquadramento da cláusula earn out na teoria geral do contrato de compra e venda. *Revista Brasileira de Direito Civil*, v. 25, n. 3, p. 141-154, jul./set. 2020.

SPINELLI, Luis Felipe. *Conflito de interesses na administração da sociedade anônima.* São Paulo: Malheiros, 2012. 310 p.

TEPEDINO, Gustavo; BARBOZA, Heloísa Helena; MORAES, Maria Celina Bodin de. *Comentários ao código civil conforme a Constituição da República*. 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, v.1. 790 p.

TUCCI, Roberta Marques de Moraes. *Business judgement rule*. 1. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2024. 172 p.

VELOSO, Zeno. *Condição, termo e encargo*. São Paulo: Malheiros, 1997. 131 p.

VENOSA, Silvio de Salvo. *Direito Civil Parte Geral*. Rio de Janeiro: Editora Gen, v. 1, 2024. 552 p.

VON DADEK, Marcelo Vieira. *Abuso de minoria em direito societário*. São Paulo: Malheiros, 2014. 488 p.

A responsabilidade civil dos administradores e as ações correlatas. São Paulo: Saraiva, 2009. 648 p.

WIEDEMAN, Herbert. Vínculos de lealdade e regra de substancialidade: uma comparação de sistemas. *In*: VON ADAMEK, Marcelo Vieira (coord.). *Temas de direito societário e empresarial contemporâneo*. Liber Amicorum: Prof. Dr. Erasmo Valladão de A. N. França. São Paulo: Malheiros, 2011. p. 143-168.