

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL**  
**FACULDADE DE DIREITO**  
**DEPARTAMENTO DE DIREITO PRIVADO E PROCESSO CIVIL**

**EDUARDO ROBERTO FRIES**

**A BOA-FÉ OBJETIVA NOS CONTRATOS COM CLÁUSULA DE EARN-OUT:  
CONDUTAS E COMPORTAMENTOS DE COMPRADORES E VENDEDORES**

**PORTO ALEGRE**

**2022**

EDUARDO ROBERTO FRIES

**A BOA-FÉ OBJETIVA NOS CONTRATOS COM CLÁUSULA DE EARN-OUT:  
CONDUTAS E COMPORTAMENTOS DE COMPRADORES E VENDEDORES**

Trabalho de conclusão do curso, apresentado junto à Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito parcial para a obtenção do título de bacharel em Ciências Jurídicas e Sociais.

Orientadora: Prof.<sup>a</sup> Dra. Maria Cláudia Mércio Cachapuz

PORTO ALEGRE

2022

EDUARDO ROBERTO FRIES

**A BOA-FÉ OBJETIVA NOS CONTRATOS COM CLÁUSULA DE EARN-OUT:  
CONDUTAS E COMPORTAMENTOS DE COMPRADORES E VENDEDORES**

Trabalho de conclusão do curso, apresentado junto à Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito parcial para a obtenção do título de bacharel em Ciências Jurídicas e Sociais.

Orientadora: Prof.<sup>a</sup> Dra. Maria Cláudia Mércio Cachapuz

Aprovado em: 10 de outubro de 2022.

**BANCA EXAMINADORA:**

---

Professora Dra. Maria Cláudia Mércio Cachapuz (Orientadora)  
Universidade Federal do Rio Grande do Sul

---

Professora Dra. Giovana Valentiniano Benetti  
Universidade Federal do Rio Grande do Sul

---

M.<sup>a</sup> Isadora Formenton Vargas

## AGRADECIMENTOS

Agradecer é ato que devemos praticar diariamente, verbo que traz consigo uma concepção de humanismo e, conjuntamente, traz afago e carinho a todos em nosso redor. Antes de tudo, fica o especial agradecimento aos meus pais, os quais sempre me possibilitaram a melhor educação, certificando-se que eu tivesse uma vida tranquila apesar das constantes mudanças de cidade ocorridas em nossa família.

Igualmente, agradeço aos meus irmãos *Fernando* e *Matheus* pelo auxílio em minha formação. Por vocês nutro muito respeito, gratidão e espero que todos possamos trilhar trajetórias de sucesso em qualquer lugar do mundo.

Ato contínuo, agradeço minha orientadora neste Trabalho de Conclusão de Curso, *Prof.<sup>a</sup> Maria Cláudia*, cujas colaborações foram de vital importância para o bom andamento desta tese e, de igual modo, é uma referência para todos no campo do direito privado através de suas inúmeras obras/artigos publicados, bem como seu papel ativo no Tribunal de Justiça do Estado do Rio Grande do Sul.

Subsequentemente, agradeço a todos os escritórios e instituições que abriram as portas para este discente durante o período de graduação. Em especial, fica a menção ao *Dr. Luís Alberto Bortolacci Geyer* e ao meu caro amigo *Lucas Rosa da Silva*, com quem eu tive o privilégio de dividir o gabinete da 5<sup>a</sup> Promotoria de Justiça do Ministério Público Estadual; ainda, gostaria de agradecer ao brilhante advogado *Matheus Mombach*, colega sempre preocupado com o bem-estar dos demais e de grande relevo na aprimoração da qualidade em minhas petições.

À *Paula Paese*, amiga de fé e companhia certa para os jogos do *Grêmio*, tu és fonte de luz imensurável com quem muito me alegro em compartilhar boas risadas. Sabes que somos família.

Aos amigos *Willian Grilo* e *Brunno Bittencourt*, agradeço pelas inúmeras histórias que juntos vivenciamos, as quais fortaleceram o laço de amizade que sempre existirá ente nós. Igualmente, meu muito obrigado àqueles que me acompanham desde a infância, sobretudo ao *Gabriel Heineck* e ao *Vitor Ely*, vocês sabem dizer como poucos acerca do “DUDU”.

Por fim, agradeço ao *Grêmio Foot-Ball Porto Alegrense* pelas maiores alegrias que tive nesta vida.

## RESUMO

O objetivo do presente trabalho é examinar a boa-fé objetiva e os padrões comportamentais por ela impostos com vistas à inserção da cláusula de *earn-out* nos contratos de compra e venda de participações societárias. Em primeiro momento, realiza-se um cotejo das estruturas de operações de M&A e a função que a cláusula assume, asseverando a litigiosidade intrínseca a ela ligada e como uma adequada redação contratual pode evitar um contencioso futuro. Na sequência, caracteriza-se as metas predeterminadas como condições suspensivas e as consequências indicadas pelo ordenamento jurídico para tal qualificação. Ato contínuo, cinge-se a análise às obrigações de suporte para facilitar a consecução das metas, adentrando em seguida na contextualização histórica da boa-fé objetiva e as diretrizes por ela irradiadas em vistas ao caso concreto, além de valorizar a função hermenêutica deste princípio de observância obrigatória em prol da solução conflitual. Por conseguinte, procede-se ao estudo de casos julgados em tribunais norte-americanos envolvendo a cláusula do *earn-out* e, ante os mandamentos de nosso sistema jurídico, busca-se verificar a compatibilidade das respostas comparativamente à realidade pátria. Ao final, conclui-se que a leitura da cláusula de *earn-out* sob a perspectiva da boa-fé objetiva repele comportamentos oportunistas que obstem ou impeçam a verificação das metas, devendo as partes atuarem com lealdade e consideração frente às expectativas objetivadas. O desvio a tais padrões é chancelado como ato ilícito na forma do art. 187 do Código Civil, suscetível de reparação pecuniária desde que combinado com a ocorrência do dano.

**Palavras-chave:** Fusões e Aquisições. Earn-out. Direito Empresarial. Boa-fé objetiva. Hermenêutica contratual.

## ABSTRACT

The present thesis aims to examine the objective good faith and the behavior standards imposed by it in the light of earn-out clause inserted in purchase and sale agreements of mergers and acquisitions. First-of-all, the thesis takes a close look at the structure of the M&A operations and, from that point on, it investigates the function the earn-out clause assumes, pointing to its great potential for litigation and how we can prevent a judicial conflict by taking the precautions needed when writing the sales agreement. Subsequently, the features of the earn-out goals will be pointed as a suspensive nature and the consequences given by our legal system to it. Thereafter, it will analyze the support obligations contracted to ease the achievement of the goals, giving a historical context to the objective good faith and its guidelines aiming at the conflictual solution. Furthermore, the role of the objective good faith in the contractual interpretation will be observed and, from that perspective, it will explore how this implied and mandatory principle assists the law interpreters. Then, a description of two specified cases involving the earn-out clause that were prosecuted and judged at United States Courts, which analysis takes into account the compatibility of the answers obtained when compared to the legal rules of Brazil and what could have happened if the judgement had taken place in this country. Lastly, the study concludes that an understanding of the earn-out under the objective good faith prohibits opportunistic conducts that impairs or frustrates the triggering of the goals. Buyer and seller must act accordingly to loyalty standards that respect the legitimate expectations of each other. Any disruption in that sense is seen as unlawful act in consonance with the art. 187 of the Brazilian Civil Code, which makes a civil liability claim credible.

**Keywords:** Mergers & Acquisitions. Earn-out. Corporate Law. Objective good faith. Contract Interpretation.

**CONCEITUAÇÃO DE PALAVRAS CHAVES À LUZ DO TRABALHO**

Binding offer	Proposta vinculante
Closing	Fechamento formal da transação
Expertise	Remete ao conhecimento do vendedor da sociedade
Know-how	Remete ao conhecimento do vendedor da sociedade
Letter of intent	Carta de intenção
M&A	<i>Mergers &amp; Acquisitions</i> (Fusões e Aquisições)
Market share	Quota de mercado
Non-binding offer	Oferta não vinculante
Seller side	Vendedor
Signing	Assinatura do contrato de compra e venda
Standard	Padrão
Valuation	Definição do valor de determinado negócio jurídico com base em critérios pré-estabelecidos (EBITDA, fluxo de caixa descontado)
Win-win	Representa situação vantajosa para ambas as partes

## SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO .....	9
2 O EARN-OUT COMO MECANISMO DE DISTRIBUIÇÃO DE RISCOS.....	15
2.1 ELEMENTOS ESSENCIAIS DO EARN-OUT: PARTE, OBJETO E PREÇO ...	19
2.2 ELABORAÇÃO DA CLÁUSULA E OS CUIDADOS EM SUA REDAÇÃO .....	27
2.3 O EARN-OUT COMO CONDIÇÃO SUSPENSIVA .....	31
3 CONDUTAS E COMPORTAMENTOS DAS PARTES QUANDO DA EXECUÇÃO DO EARN-OUT.....	35
3.1 O PRINCÍPIO CONTRATUAL DA BOA-FÉ OBJETIVA .....	41
3.2 APLICAÇÃO DA BOA-FÉ OBJETIVA À LUZ DOS COMANDOS DO CÓDIGO CIVIL .....	48
4 A LITIGIOSIDADE NA EXECUÇÃO DO EARN-OUT .....	56
4.1 ESTUDO DE CASO: <i>O'Tool vs. Genmar Holdings, Inc.</i> .....	58
4.2 ESTUDO DE CASO: <i>Yarborough vs. Devilbiss Air Power, Inc.</i> .....	61
5 CONCLUSÃO.....	65
REFERÊNCIAS.....	68

## 1 INTRODUÇÃO

Nesses últimos tempos, estamos acompanhando um forte crescimento das operações de fusão e aquisição no cenário brasileiro<sup>1</sup>, as quais, conforme estudo coordenado pela consultoria KPMG<sup>2</sup>, tiveram uma elevação de 75% em 2021 comparativamente ao ano de 2020.

Referido cenário de substancial aumento das operações transacionais está intimamente ligado com a acentuada desvalorização do real perante o dólar<sup>3</sup>, o que incentiva os investidores estrangeiros a buscarem aquisições de participações societárias em companhias brasileiras, somado às tradicionais dificuldades de crescimento orgânico das empresas, de maneira que muitas procuram nas fusões e aquisições meios para ampliação de *market share* e, ao mesmo tempo, acabam por ter maior controle perante a concorrência.

Em diversos casos, acompanha no instrumento contratual que define a alienação de participações societárias uma cláusula de complemento de preço, conhecida na doutrina da *common law* como *earn-out*, ferramenta que possibilita uma aproximação dos interesses das partes através do pagamento de parcela incontroversa logo no *closing* da operação, enquanto outra parte será adimplida caso atingidas determinadas metas e eventos futuros.

Em síntese, nos casos em que vendedores e compradores conseguem acordar quanto ao valor base/mínimo da operação, todavia, há divergência quanto à importância global do negócio pelas diferentes visões quanto a sua rentabilidade, a cláusula do *earn-out* permite diferir no tempo o pagamento de parcela do preço,

---

<sup>1</sup> Somente no primeiro mês de 2022, em conformidade com relatório mensal da Transactional Track Record em colaboração com o Intralinks e o TozziniFreire Advogados, o setor de fusões e aquisições brasileiro registrou aumento de 61% nas operações quando comparado a janeiro/2020, movimentando R\$ 22,4 bilhões. Disponível em <<https://monitormercantil.com.br/volume-de-fusoes-e-aquisicoes-cresce-61-no-primeiro-mes-de-2022/>>. Acesso em 11/07/2022. Ainda, corroborando os dados estatísticos que atestam o aquecimento do mercado, a Valor Investe divulgou que o número de transações no setor aumentou 51% em 2021 para 2020, movimentando R\$ 595,5 bilhões no período. Disponível em <<https://valorinveste.globo.com/mercados/renda-variavel/empresas/noticia/2022/01/25/fusoes-e-aquisicoes-no-brasil-crescem-51percent-em-2021-puxadas-pelo-setor-de-tecnologia.ghtml>>. Acesso em 11/07/2022.

<sup>2</sup> FRANÇA, Anna. Fusões e aquisições crescem quase 50% no primeiro trimestre. Entenda. IstoÉ Dinheiro, 2022. Disponível em <<https://www.istoedinheiro.com.br/fusoes-e-aquisicoes-crescem-quase-50-no-primeiro-trimestre-entenda/>>. Acesso em 11/07/2022.

<sup>3</sup> DIAS, Gabriel. Quais são as 5 principais moedas mais desvalorizadas em relação ao dólar. UOL, 2022. Disponível em <<https://economia.uol.com.br/noticias/redacao/2022/03/29/quais-sao-as-6-moedas-mais-desvalorizadas-do-mundo-em-relacao-ao-dolar.htm#:~:text=Real%20brasileiro,-O%20d%C3%B3lar%20est%C3%A1&text=Em%202021%2C%20a%20moeda%20norte,mais%20perdeu%20valor%20em%202022.>>. Acesso em 11/07/2022.

condicionando-a à ocorrência de eventos futuros que devem estar detalhados por meio das declarações negociais, sob pena de ensejar litígios envolvendo a interpretação e execução da cláusula.

O surgimento da cláusula do *earn-out* remonta a meados de 1970 nos Estados Unidos, sobretudo através dos ensinamentos do escritor norte-americano JAMES FREUND, o qual definiu a função da cláusula de preço contingente, de maneira parafraseada, nos seguintes termos: “ponte que permite cobrir a diferença entre o valor que o vendedor pensa ser devido acima de seus históricos financeiros e as visões de um comprador vindo do Missouri”<sup>4</sup>.

A bem da verdade, o vendedor quase que invariavelmente tende a ter uma visão demasiada otimista quanto à rentabilidade futura de seu negócio, bem como em relação ao valor de sua empresa, enquanto o comprador tem por seu melhor interesse a compra de um ativo sob o valor mais convidativo possível. Exatamente nesse contexto de diferentes visões a respeito da identificação de preço, surge a cláusula do *earn-out* como “ponte” para alinhar expectativas de comprador e vendedor quanto ao preço da empresa-alvo<sup>5</sup>.

Para fins de melhor compreensão do leitor, cita-se a operação em que a Walt Disney Company realizou a aquisição da Maker Studios, provedora de vídeos na plataforma do YouTube, operação que tinha por valor inicial a monta de US\$ 500 milhões, os quais poderiam ser alavancados até US\$ 900 milhões com base em metas por performance estipuladas através da cláusula de *earn-out*.<sup>6</sup>

Entretanto, há de se destacar a litigiosidade inerente a sua execução, sobretudo quando consideramos os casos em que fica convencionada a permanência do vendedor na empresa ante a *expertise* e ao *know-how* que detém da sociedade-alvo, o que pode acarretar divergências futuras se os poderes gerenciais e administrativos não forem adequadamente endereçados pelas partes na redação de um plano de ação para consecução das metas do *earn-out*.

---

<sup>4</sup> Versão constante no livro original em inglês: “bridge the negotiation gap between a 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*. In: New York: Law Journal Seminars-Press, 1975. p. 205.

<sup>5</sup> ZORDAN PIVA, Luciano. *O Earn-Out na Compra e Venda de Empresas*. Editora Quartier Latin, 2019. p. 76.

<sup>6</sup> RYAN LAWLER, Anthony Ha. *It's Official: Disney Acquires Maker Studios For At Least \$500M*. TechCrunch, 2014. Disponível em <<https://techcrunch.com/2014/03/24/disney-maker-studios/#:~:text=Media%20conglomerate%20Disney%20has%20taken,in%20performance%2Dbased%20earn%20outs.>>>. Acesso em 11/07/2022.

Via de regra, existem dois grandes grupos nos quais estão compreendidos os problemas na execução da cláusula do *earn-out*, são eles: (i) ocorre efetivamente o atingimento das metas estipuladas que ensejariam o pagamento do complemento de preço, todavia, por fatores imputados ao vendedor, o comprador recusa-se em adimplir com a obrigação e; (ii) as metas não são atingidas e, vislumbrando uma deturpação as suas legítimas expectativas, entende o vendedor que o comprador agiu ilicitamente (seja por ter atuado conforme comportamentos oportunistas ou simplesmente por não ter empregado esforços razoáveis para cumprimento das metas), por isso, pleiteia o pagamento de uma indenização.<sup>7</sup>

Para melhor traçarmos um paralelo a respeito das condutas aptas a desequilibrar a relação entre os contratantes, cumpre verificarmos a natureza jurídica da cláusula de preço contingente como condição suspensiva (art. 121, do CC<sup>8</sup>), contra a qual podem incidir condutas ilícitas para obstar ou acelerar o atingimento das metas (art. 129, do CC<sup>9</sup>).

Os riscos em se firmar negócios com inclusão do *earn-out* é pauta corrente na doutrina<sup>10</sup>, o que inclusive veio a ser reconhecido pela Corte de Delaware em recente julgamento do caso *Airbone Health vs. Squid Soap*, por meio do qual foi emitido o seguinte pronunciamento: “*Earn-outs* com frequência transformam desentendimentos com relação ao preço em futuro contencioso sobre resultados ou metas”<sup>11</sup>.

Ainda que haja inúmeras restrições ao emprego da cláusula do *earn-out*, uma vez que pode vir a significar uma tentativa frustrada de remediar as diferentes visões de *valuation* das partes, de maneira a potencializar as chances de um litígio futuro, de toda sorte, cada vez mais consultores e assessores jurídicos utilizam a ferramenta,

<sup>7</sup> ZORDAN PIVA, Luciano. O Earn-Out na Compra e Venda de Empresas. Editora Quartier Latin, 2019. p. 136-137.

<sup>8</sup> Art. 121. Considera-se condição a cláusula que, derivando exclusivamente da vontade das partes, subordina o efeito do negócio jurídico a evento futuro e incerto.

<sup>9</sup> Art. 129. Reputa-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.

<sup>10</sup> Sobre o tema, ilustra os seguintes dizeres: “In today’s business environment, some buyers are using the earn-out as a means of prolonging the purchase period. There are two reasons for this; first to assist them in finding time to raise the purchase capital, and second to reduce the price/risk equation by having the current owner work through the economic downturn. Business vendors need to be wary of this and protect themselves from some major risks.” Disponível em <<https://www.smartcompany.com.au/growth/the-danger-of-the-earn-out-clause/>>. Acesso em 11/07/2022.

<sup>11</sup> Tradução original: “Earn-outs all too often transform current disagreements over price into future litigation over outcome”.

como nos Estados Unidos em que 39% das operações de fusão e aquisição lançavam mão de seu uso em 2015<sup>12</sup>.

Introduzida a função da cláusula e o potencial litigioso a ela ligado, o enfoque deste trabalho reside em analisar os comportamentos e as condutas das partes durante a execução do mecanismo à luz da boa-fé objetiva, princípio norteador do direito privado brasileiro e de observância obrigatória, o qual atua como “baliza do modo de exercício de posições jurídicas, servindo como via de correção do conteúdo contratual”<sup>13</sup> e “metro para a aferição da licitude no exercício de direitos derivados de negócios jurídicos”<sup>14</sup>.

É válido mencionar que muitos dos conceitos relativos às operações de fusões e aquisições são provenientes do direito norte-americano (*implied covenant of good faith and fair dealing*), de maneira que o presente trabalho tem por objetivo realizar um transplante adaptativo para fins de melhor compreensão e leitura de tais princípios sob a ótica do direito pátrio.

Dessa forma, buscar-se-á analisar as diretrizes emanadas na codificação civilista que nos auxiliam na interpretação contratual, dentre as quais assumem preponderância o princípio da ultraliteralidade (art. 112, do CC<sup>15</sup>), bem como o comando que determina analisarmos as circunstâncias e molduras do negócio jurídico em sua plenitude (art. 113, do CC<sup>16</sup>).

Assim, em vez de vislumbrar as declarações negociais de forma esparsa, buscar-se-á valorizar a visão de obrigação como processo, apresentada por Couto e Silva, de maneira a identificar o negócio jurídico como um todo interligado, cujos mandamentos convergem para que as partes embasem sua relação em deveres de cooperação mútua e lealdade e, com isso, haja a consecução da finalidade de inserção da cláusula de *earn-out*.

Conforme leciona Clóvis do Couto e Silva, a relação é polarizada pelo adimplemento, sendo o seu o próprio fim<sup>17</sup>. Todavia, é possível encontrar ressalvas com relação à teoria da obrigação como processo, tal como depreendido por Maria

---

<sup>12</sup> Pepperdine Private Capital Markets Project. 2014 Canadian Private Target M&A Deal Points Study.

<sup>13</sup> MARTINS-COSTA, Judith. A boa-fé no direito privado: critérios para sua aplicação. São Paulo. Saraiva Educação, 2018. p. 45.

<sup>14</sup> Ibidem.

<sup>15</sup> Art. 112. Nas declarações de vontade se atenderá mais à intenção nelas consubstanciada do que ao sentido literal da linguagem.

<sup>16</sup> Art. 113. Os negócios jurídicos devem ser interpretados conforme a boa-fé e os usos do lugar de sua celebração.

<sup>17</sup> SILVA, Clóvis Veríssimo do Couto e. A obrigação como processo. Rio de Janeiro: FGV, 2006 p. 17.

Cláudia Cachapuz<sup>18</sup>, identificando, por vezes, um teor funcionalista, ou utilitarista, da obrigação<sup>19</sup> na visão de Clóvis, que busca como fim único a sua extinção, polarizada pelo adimplemento<sup>20</sup>.

Adicionalmente, impende mencionar que a cláusula geral da boa-fé objetiva será examinada a partir de sua função hermenêutica e como ela auxilia os intérpretes a partir das diretrizes emanadas em vistas ao caso concreto, tecendo considerações sobre o exercício disfuncional de posições jurídicas e a possibilidade de mitigação do *pacta sunt servanda*.

Em que pese seja notório o potencial de litigiosidade proveniente da inserção contratual do *earn-out*, poucos foram os processos judiciais que ingressaram no Poder Judiciário<sup>21</sup> em razão do sigilo comumente convencionado entre os contratantes quando estipulam cláusulas compromissórias para submeter eventual litígio ao Tribunal Arbitral.

Diante disso, ante o baixo número de casos submetidos a julgamento envolvendo a cláusula de *earn-out* no Poder Judiciário, serão analisados dois conflitos apreciados pelos tribunais norte-americanos, são eles: (i) *O'Tool vs. Genmar Holdings, Inc.* e; (ii) *Yarborough vs. Devilbiss Airpower, Inc.* Conforme antevisto, esta atividade tomará cuidado para adaptar os conceitos à luz das regras e ditames do regime jurídico pátrio, culminando em um resultado condizente com as expectativas objetivadas dos contratantes se o julgamento ocorresse no Brasil.

O tema do trabalho apresenta pertinência jurídica, pois versa a respeito do mercado de fusões e aquisições que está em amplo crescimento, apresentando solução prática para realização do negócio sem que as partes abram mão de suas

---

<sup>18</sup> A obra da professora Maria Cláudia Cachapuz “A Obrigação Pelo Discurso Jurídico”, p. 76-78, faz uma complementação ao entendimento da relação obrigacional trazido pelo professor Clóvis do Couto e Silva, em sua memorável obra “A Obrigação como Processo”, de 1976, considerando o cenário observado pós Código Civil de 2002.

<sup>19</sup> CACHAPUZ, Maria Cláudia. A obrigação em perspectiva discursiva (uma revisão contemporânea da obrigação como processo). Revista da AJURIS, Porto Alegre, v. 46, n. 146, p. 335-351, jun. 2019, p. 337.

<sup>20</sup> CACHAPUZ, Maria Cláudia. A obrigação pelo discurso jurídico: A Argumentação em Temas de Direito Privado. Porto Alegre: Sergio Antonio Fabris, 2017, p. 76-79.

<sup>21</sup> Apesar de poucos serem os casos submetidos ao Poder Judiciário, este discente realizou a análise das seguintes decisões judiciais: (1) Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. Acórdão na Apelação nº 0125493- 61.2012.8.26.0100. Relator Francisco Loureiro, julgado em 15.08.2012; (2) Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial. Agravo de Instrumento nº 0028062-36.2012.8.26.0000. Relator Franciso Loureiro, julgado em 08.05.2012; (3) Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. 1ª Câmara de Direito Privado. Acórdão na Apelação nº 3000062-69.8.26.0604. Relator Alcides Leopoldo e Silva Júnior, julgado em 13.09.2016.

expectativas, ainda que divergentes<sup>22</sup>, em ambiente com baixa produção jurídica acerca da matéria ante a indisponibilidade das decisões pela confidencialidade dos atos na arbitragem brasileira.

---

<sup>22</sup> ZORDAN PIVA, Luciano. O Earn-Out na Compra e Venda de Empresas. Editora Quartier Latin, 2019. p. 96.

## 2 O EARN-OUT COMO MECANISMO DE DISTRIBUIÇÃO DE RISCOS

A cláusula de *earn-out* trata-se de “ponte” que permite cobrir as diferentes visões a respeito da identificação de preço da empresa-alvo, de maneira a permitir a conclusão dos negócios jurídicos. Estes detêm uma posição estratégica em nosso ordenamento jurídico, como se identifica no Diploma Civil pátrio em que a temática é logo abordada na Parte Geral do Código, reverberando e irradiando suas noções para todo o conjunto de normas que procura disciplinar a liberdade dos indivíduos no momento de contratar.

O negócio jurídico é a expressão da liberdade e da autonomia individual respaldada pelo ordenamento, o qual pode ser definido, nas palavras de Emilio Betti, como ato por meio do qual o indivíduo determina, por si próprio, os seus interesses, nas relações com os outros indivíduos<sup>23</sup>.

Emilio Betti situa o negócio jurídico como preceito da autonomia privada, revestido por uma função econômico-social que lhe é característica, através do qual os particulares estabelecem, para o futuro, um regramento de interesses vinculativos, a fim de disciplinar suas recíprocas relações<sup>24</sup>.

Os negócios jurídicos têm em seu embrião o impulso de endereçar a necessidade dos homens (dentre as quais a circulação de bens)<sup>25</sup>, tal como a cláusula de *earn-out* objetiva superar as dificuldades de determinada operação de M&A, viabilizando a conclusão das transações.

Um dos primeiros ensinamentos de nossos docentes quando ingressamos na cadeira de Teoria Geral dos Contratos diz respeito à doutrina de Emílio Betti e Enzo Roppo, os quais definem o contrato como a *veste jurídica das operações econômicas*<sup>26</sup>.

Em poucos momentos tal concepção fica tão evidente quanto na inserção da cláusula de preço contingente nas operações de fusão e aquisição, instrumento que tem por intuito exatamente aproximar o interesse dos contratantes no tocante a *valuation*, diferindo o pagamento de parcela do preço ao atingimento de metas

---

<sup>23</sup> BETTI, Emílio. Teoria geral do negócio jurídico. Tomo I. Coimbra: Coimbra Editora, p. 107, 1969.

<sup>24</sup> MARINO, Francisco Paulo de Crescenzo. Interpretação do negócio jurídico. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 25.

<sup>25</sup> Ibidem.

<sup>26</sup> ROPPO, Enzo. O contrato. Coimbra: Almedina, 1998. Pg. 9 e ss. Conceito também trabalhado no livro de BETTI, Emílio. *Negozió giuridico*. p. 209 e ss.

predeterminadas previamente definidas no contrato de alienação de participações societárias.

Vale dizer que as operações de M&A costumam ser extremamente complexas, subdividas em inúmeras etapas que tem em seu estágio inicial uma aproximação e verificação prévia da possibilidade de realização do negócio; seguida por acordos de confidencialidade; *letter of intent*; auditoria legal; *non-binding offer*; *binding offer*; todo ambiente marcado por uma intensa troca de minutas e e-mails entre advogados e assessores jurídicos, além de papel marcante de empresas especializadas no mercado contábil e financeiro, chegando finalmente até o *signing* da operação e, uma vez preenchidas as condições precedentes<sup>27</sup> eventualmente estabelecidas, teremos o *closing*.

Como é de se imaginar, muitas das tentativas de aquisição de sociedades-alvo não conseguirão superar toda a estrutura das operações de M&A, de modo que não serão levadas adiante (seja pelo fato de haver divergências quanto ao preço de aquisição ou até mesmo por haver diferentes concepções sobre as definições do negócio jurídico), enquanto as que forem efetivamente concretizadas geralmente levam anos até a conclusão<sup>28</sup>.

Nesse cenário de alta complexidade, uma vez que haja consenso quanto ao objeto do negócio jurídico, o ponto focal de discussão entre as partes reside no valor de avaliação da sociedade-alvo. Encontrar um valor preciso para a empresa a ser vendida é tarefa difícil<sup>29</sup> e, concomitantemente, estamos lidando com um vendedor que tem um apego emocional com a sociedade que ajudou a construir, bem como projeta uma rentabilidade futura otimista dos negócios; por outro lado, o comprador vislumbra os históricos financeiros passados e procura realizar a transação nos melhores termos para sua parte.

---

<sup>27</sup> Sobre as condições precedentes, prudente realizar a transcrição de segmento que sintetiza sua função, conforme segue: “As condições precedentes dividem o contrato em dois momentos: o primeiro é o da assinatura do contrato, quando as partes se comprometem a seguir as regras estabelecidas no contrato. A segunda é a da conclusão ou real execução das obrigações contidas no contrato. As condições precedentes é o muro que separa essas duas fazes.”. Disponível em <<http://direito.folha.uol.com.br/blog/category/condicao-precedentec8cbfcccd9#:~:text=As%20condi%C3%A7%C3%B5es%20precedentes%20dividem%20o,das%20obriga%C3%A7%C3%B5es%20contidas%20no%20contrato>>. Acesso em 10/10/2022.

<sup>28</sup> LUZIO, Eduardo. *Fusões e aquisições em ato. Guia prático: geração e destruição de valor em M&A*. São Paulo: Cengage Learning, 2014, p. xxvii: “Uma transação pode levar anos e simplesmente não acontecer. A Transação mais rápida que testemunhei levou quatro meses, e a mais longa 14 anos.”

<sup>29</sup> ZORDAN PIVA, Luciano. *O Earn-Out na Compra e Venda de Empresas*. Editora Quartier Latin, 2019. p. 68.

Nessa conjuntura de tensões constantes que são as operações de M&A, a cláusula de determinação contingente ou variável do preço surgiu para “empurrar” a definição do valor global da operação a momento posterior em que poderá ser refletida a acurácia das declarações do vendedor com relação ao desempenho da empresa-alvo<sup>30</sup>.

De tal maneira, concretizando-se as expectativas do vendedor quanto à rentabilidade futura da sociedade-alvo, perfectibilizar-se-á as metas estipuladas através da cláusula de *earn-out* e ele fará jus ao complemento de preço desejado, o que, via de regra, representa uma situação *win-win* para ambos os lados, pois o pagamento somente será devido se a performance da empresa cumprir com o previsto contratualmente.

Habitualmente, a cláusula de *earn-out* é empregada em operações de fusão e aquisição destinadas a companhias-alvo com alto potencial de crescimento, a exemplo de fintechs e startups, ferramenta apta a possibilitar a diminuição da assimetria informacional entre as partes, além de permitir uma definição dinâmica do valor da sociedade a ser adquirida.<sup>31</sup>

Àqueles que não estão familiarizados com a cláusula de *earn-out*, apesar desta assumir traços bem distintivos nas operações de M&A, ainda é possível fazer paralelo aos gatilhos de desempenho fixados em algumas transações de atletas profissionais, a exemplo da transferência do volante ARTHUR em 2018 (na época jogador do Grêmio Foot-Ball Porto Alegre) para o Barcelona FC.

De acordo com os dados divulgados na imprensa<sup>32</sup>, os termos do acordo fixavam a possibilidade do clube gaúcho receber um complemento no valor base da operação em até dez milhões de euros, a depender de títulos conquistados, números de jogos com o time europeu, renovações contratuais, convocações para seleção brasileira.

---

<sup>30</sup> Ibidem, p. 74.

<sup>31</sup> Dados obtidos através do artigo publicado sob a revista Capital Aberto, autoria de José Luis de Salles Freire. Disponível em < <https://capitalaberto.com.br/nao-listavel/clausulas-de-earn-out-em-aquisicoes/>>. Acesso em 13/09/2022.

<sup>32</sup> Reportagem da GaúchaZH divulgada no dia 20/02/2018, através da qual aponta-se que o valor total da operação poderia bater os € 40 milhões (30 milhões fixos + 10 milhões em bonificações atreladas ao desempenho do jogador). Disponível em < <https://gauchazh.clicrbs.com.br/esportes/gremio/noticia/2018/02/barcelona-e-gremio-chegam-a-acordo-e-arthur-sera-jogador-do-clube-catalao-cjdw6hde4002x01qxj1lqnpxm.html>>. Acesso em 27/07/2022.

Para fins de melhor elucidação da função da cláusula do *earn-out*, segue a qualificação conferida por Judith Martins-Costa:

O *Earn Out* é uma forma de pagamento para o qual parcela do preço de determinado bem é remetida para o futuro, estando sujeita em sua existência e determinação a certas condições previamente estabelecidas pelas partes contratantes, em regra ao cumprimento de metas empresariais e financeiras futuras e predefinidas.<sup>33</sup>

Portanto, a cláusula de complemento de preço é mecanismo de alocação de riscos em que há um dissenso entre os contratantes quanto ao valor global da operação de M&A, através da qual as partes optam em diferir parte do pagamento ao atingimento de metas financeiras ou não financeiras, as quais deverão ser deflagradas em determinado prazo convencionado no instrumento de alienação de participações societárias.

Por mais detalhado e exaustivo que seja o trabalho dos assessores e advogados envolvidos na operação, é quase impossível apurar com precisão a integralidade dos riscos que circundam o objeto do negócio jurídico, de maneira que a cláusula de *earn-out* surge como mecanismo para prolar no tempo o pagamento de parcela da transação, condicionando-a a eventos futuros que caracterizam-se como condições suspensivas.

Quando tratamos de metas não financeiras, via de regra, as mesmas são de cunho estratégico e operacional, versando a respeito de obtenção de licenças por órgãos governamentais, registro de marcas e patentes, além de exemplos mais abstratos como a aceitação dos produtos perante os consumidores. Seja como for, os índices e parâmetros fixados devem ser “suscetíveis de objetiva determinação”<sup>34</sup>.

Por sua vez, as metas financeiras demonstram a performance da sociedade-alvo através de índices contábeis, a exemplo do EBITDA, cujo complemento de preço devido pelo comprador costuma ocorrer de forma escalonada, ou seja, quanto maior o lucro da operação durante o período de *earn-out*, maior será o acréscimo no bolso do vendedor, estipulando-se uma meta mínima e máxima para apuração do contingente de preço.

---

<sup>33</sup> MARTINS-COSTA, Judith. “Contrato de Cessão e Transferência de quotas. Acordo de Sócios. Pactuação de Parcela variável do Preço Contratual Denominada Earn Out. Características e Função (‘Causa Objetiva’) do Earn Out”. Parecer. *Revista de Arbitragem e Mediação*, v.1, p. 154, 2012.

<sup>34</sup> Art. 487. É lícito às partes fixar o preço em função de índices ou parâmetros, desde que suscetíveis de objetiva determinação.

Dessa forma, a inserção da cláusula do *earn-out* nas operações de M&A tem por intuito aportar dados objetivos correspondentes à realidade da empresa, alinhando as expectativas das partes quanto ao valor da empresa a ser vendida<sup>35</sup> e, portanto, dinamizando os riscos da operação com a postergação de eventual pagamento do complemento de preço atrelado ao atingimento de metas financeiras, estratégicas e operacionais.

## 2.1 ELEMENTOS ESSENCIAIS DO EARN-OUT: PARTE, OBJETO E PREÇO

As operações de fusões e aquisições tem a si circunscrita um cenário em que as partes (empresários), com interesses contrapostos mas unidos pela possibilidade de vir a realizar negócio relacionado à sociedade-alvo, em primeiro lugar, buscam identificar a credibilidade e confiança emanada pelo vendedor/comprador para que, confirmada a legitimidade e a seriedade dos envolvidos, sejam efetivamente iniciadas as tratativas negociais.

As partes que irão compor as negociações e suas qualificações não costumam ser o grande problema das transações de M&A, mas sim a aquiescência com o preço e com o objeto a ser definido no contrato de compra e venda.

Nos dias atuais, é prática corrente a padronização dos instrumentos contratuais pelos advogados e consultores jurídicos, de maneira que há uma replicação de “cláusulas padrão” nos contratos de compra e venda de participações societárias com objetos semelhantes<sup>36</sup>. Afinal de contas, quem atua na área são “seres da prática” que, de certo modo, reutilizam as cláusulas que se demonstraram frutíferas em operações pretéritas de M&A.

Em que pese a tendência de padronização dos instrumentos, a cláusula de preço é o principal traço distintivo em razão de sua substancial alteração em cada operação de compra e venda de empresa<sup>37</sup>. Em síntese, inexistem operações de M&A exatamente iguais e a maior diferença reside na estruturação do preço fixada no contrato de compra e venda.

---

<sup>35</sup> ZORDAN PIVA, Luciano. *O Earn-Out na Compra e Venda de Empresas*. Editora Quartier Latin, 2019. p. 30.

<sup>36</sup> MCCLANE, Jeremy. “Boilerplate” and the impact of disclosure in securities dealmaking. *Selected paper for presentation at the 2017 Stanford/Yale/Harvard Junior Faculty Forum*, 2017.

<sup>37</sup> ZORDAN PIVA, Luciano. *O Earn-Out na Compra e Venda de Empresas*. Editora Quartier Latin, 2019. p. 61.

Em apertado resumo, o preço é o elemento essencial que qualifica o contrato de compra e venda<sup>38</sup>, operando-se em função da vontade do comprador<sup>39</sup> e, de igual forma, trata-se da obrigação principal deste<sup>40</sup>.

Conforme os ensinamentos de Paulo Luiz Netto Lôbo<sup>41</sup>, agrega-se à definição do preço a característica de não poder ser irrisório ou vil, pois o aproximaria de uma doação em vez de uma compra venda.

À primeira vista, a prática acima relatada designa uma compra e venda disfarçada, resultando na ocorrência do denominado negócio jurídico simulado, cuja consequência apresentada é a nulidade absoluta com base em um dos incisos do art. 167, §1º, do Código Civil<sup>42</sup>.

A doutrina sinaliza a simulação como um “desacordo intencional entre a vontade interna e a declarada, no sentido de criar, aparentemente, um ato jurídico que, de fato, não existe, ou então oculta, sob determinada aparência, o ato realmente querido”<sup>43</sup>.

Todavia, insta mencionar que inúmeras operações de M&A podem aparentar, ao menos em primeiro momento, serem representações de negócio jurídicos simulados quando, na verdade, estamos diante de transação totalmente legítima sem qualquer espécie de vicissitude, a exemplo de situações em que há a aquisição de sociedade com elevado passivo – de ordem tributária, fiscal, trabalhista - sem nenhum dispêndio de gasto imediato pelo comprador<sup>44</sup>.

---

<sup>38</sup> IUDICA, Giovanni. “Ill prezzo nella compravendita di partecipazioni azionarie”. *Rivista delle società*, 1991. p. 750-771.

<sup>39</sup> ZORDAN PIVA, Luciano. *O Earn-Out na Compra e Venda de Empresas*. Editora Quartier Latin, 2019. p. 61.

<sup>40</sup> PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito Privado*, Tomo XXXIX. Rio de Janeiro: Editor Borsóji, 2ª edição, 1962. p. 31.

<sup>41</sup> “O preço não pode ser flagrantemente irrisório, para que não esconda uma doação simulada. Essa hipótese gera ausência de elemento essencial ao contrato de compra e venda.”. LÔBO, Paulo Luiz Netto. *Comentários ao Código Civil-Parte Especial-Das Várias Espécies de Contratos-Da Compra e Venda; Da Troca ou Permuta; Do Contrato Estimatório; da Doação*. AZEVEDO, Antônio Junqueira de (coord.) São Paulo: Saraiva, 2003. p. 13.

<sup>42</sup> Art. 167. É nulo o negócio jurídico simulado, mas subsistirá o que se dissimulou, se válido for na substância e na forma. § 1º Haverá simulação nos negócios jurídicos quando: I - aparentarem conferir ou transmitir direitos a pessoas diversas daquelas às quais realmente se conferem, ou transmitem; II - contiverem declaração, confissão, condição ou cláusula não verdadeira; III - os instrumentos particulares forem antedatados, ou pós-datados.

<sup>43</sup> MONTEIRO, W. B, *Curso de Direito Civil*, Editora Saraiva, edição 2005.

<sup>44</sup> Nesse sentido, segue transcrição de trecho de Recurso de Apelação julgado no âmbito do Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo: “Ressalta que o referido contrato previu que a Prodimol não pagaria nada pelas quotas da Medlab, mas assumiria um passivo de R\$ 19 milhões e se comprometia, caso a sociedade atingisse certas metas entre 2011 e 2016, a efetuar pagamentos aos requerentes da ordem de R\$17 milhões em contrapartida pelas quotas alienadas e outras obrigações contratualmente assumidas”. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. Recurso de Apelação nº. 0125493-

Agora, outro questionamento que exsurge quando nos deparamos com transações efetuadas a preço substancialmente menor ao valor das participações societárias diz respeito se devemos aplicar a ilicitude ou a invalidade do negócio jurídico, cujas respostas são completamente antagônicas.

No que tange à ilicitude do negócio jurídico, seu enunciado normativo consta do art. 187 do Código Civil<sup>45</sup>, o qual desloca os ensinamentos de Clóvis do Couto e Silva da polarização da obrigação com evidência em sua finalidade para uma interpretação contratual pautada na causa justificadora, isto é, as razões de existência que fundamentam o negócio convencionado.<sup>46</sup>

A releitura de Maria Cláudia Cachapuz nos permite identificar situações em que se faz necessário “compatibilizar o exercício de liberdades colidentes”<sup>47</sup>, cuja resposta demanda a proteção de um liame de confiança entre os contratantes, sobretudo em situações de exercício excessivo de direitos em que deve haver uma “correção de rumos quanto ao exercício de determinado direito subjetivo”<sup>48</sup>, pautando-se a revisão contratual em conseguir dar voz as causas que lhe justificam.

Insta mencionar que a invalidação de negócios jurídicos com cláusula de *earn-out* é extremamente gravosa, ainda mais quando já ocorreu a conclusão da operação e, portanto, a administração da sociedade já está ao encargo do comprador que pode ter efetuado substanciais alterações na estrutura interna da empresa adquirida.

Ademais, a determinação judicial de nulidade da operação tem condão de gerar enorme insegurança jurídica, o que pode vir a desestabilizar a economia na medida em que incontáveis pessoas podem ter relação com a sociedade, sejam como acionistas, debenturistas, trabalhadores.

Nesse sentido, se a incorreção do preço for passível de revisão e se revelar como a melhor escolha para a proteção dos direitos de terceiros, é plausível e recomendável que sejam utilizadas as respostas preconizadas nos arts. 187 e 423<sup>49</sup> do Código Civil, ou seja, utilizar-se-ia os mandamentos da ilicitude para a cláusula de

---

61.2012.8.26.0100. Rel. Des. Franciso Loureiro. Comarca de São Paulo. 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, julgado em 03/10/2012.

<sup>45</sup> 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.

<sup>46</sup> CACHAPUZ, Maria Cláudia. A obrigação pelo discurso jurídico: A Argumentação em Temas de Direito Privado. Porto Alegre: Sergio Antonio Fabris, 2018, p. 82.

<sup>47</sup> Ibidem, p. 82.

<sup>48</sup> Ibidem, p. 85.

<sup>49</sup> Art. 423. Quando houver no contrato de adesão cláusulas ambíguas ou contraditórias, dever-se-á adotar a interpretação mais favorável ao aderente.

*earn-out*, típica de direito empresarial, adequação a ser realizada na medida da “necessidade e proporcionalidade evidenciadas no caso – portanto, não importando, necessariamente em invalidação total da cláusula contratual”<sup>50</sup>.

A solução acima apresentada tem um claro teor de eficácia e efetividade da medida, ou seja, busca analisar o resultado que seria alcançado com eventual declaração de nulidade da operação de M&A e os impactos sociais associados sem, contudo, dissociar-se de um cerne jurídico em que a invalidação passa a ser residual, enquanto a correção e a revisão contratual apresentam-se como a tônica atualmente mais empregada.

Sem qualquer prejuízo à construção acima exposta, se as minúcias do caso concreto revelarem que a cláusula de *earn-out* atuou com fins de mascarar efetiva doação, rompendo com a essência do negócio jurídico e deturpando de má-fé o interesse de terceiros, o caminho que se apresenta mais pertinente é invalidação/nulidade da operação de M&A com fulcro no art. 167, §1º c/c o art. 424<sup>51</sup>, ambos do Código Civil.

Com relação à simulação, também se demonstra imperiosa realizar a distinção desse instituto em face das situações caracterizadoras de fraude à lei a fim de evitar qualquer confusão entre os referidos vícios que podem aparecer nos negócios jurídicos, os quais, *a prima facie*, guardam similitudes, no entanto, são amplamente diversos.

Em primeiro lugar, há de se ter em vista que a fraude à lei está associada com as normas constitutivas, isto é, aquelas que não possuem caráter deôntico, logo, não há condutas qualificadas como proibidas ou permitidas e, dessa forma, as normas constitutivas não podem ser infringidas, possuindo por elemento essencial a atribuição de poder que ocorrerá em ambiente marcado pela incidência de normas regulativas. Estas, inclusive, atuarão para regular o uso das normas constitutivas.<sup>52</sup>

Na busca por um correto endereçamento do conceito de fraude à lei, foi dito que a prática corresponde à infração indireta da lei; bem como foi arguido que a conduta aparentemente guardava conformidade com as normas de cobertura, todavia,

---

<sup>50</sup> CACHAPUZ, Maria Cláudia. A obrigação pelo discurso jurídico: A Argumentação em Temas de Direito Privado. Porto Alegre: Sergio Antonio Fabris, 2018, p. 86.

<sup>51</sup> Art. 424. Nos contratos de adesão, são nulas as cláusulas que estipulem a renúncia antecipada do aderente a direito resultante da natureza do negócio.

<sup>52</sup> ATIENZA, Manuel; MANERO, Juan Ruiz. Ilícitos Atípicos: Sobre o Abuso de Direito, Fraude À Lei e Desvio de Poder; tradução Janaina Roland Matida. – 1. ed. – São Paulo: Marcial Pons, 2014. p. 60.

havia a produção de resultado contrário a outra(s) norma(s) ou ao ordenamento jurídico em seu conjunto e; por fim, a fraude à lei foi caracterizada por vulnerar norma imperativa ou proibitiva de modo oblíquo.<sup>53</sup>

Nenhuma das concepções acima apresentadas estão necessariamente equivocadas, seja como for, Manuel Atienza e Juan Ruiz Manero compreenderam que a fraude à lei não aponta para violação de qualquer regra, seja direta ou indiretamente, mas sim para a violação de um princípio. Dada a proximidade e a necessidade de adequação entre regras e princípios, não há como negar que qualquer repercussão na esfera dos princípios também atingirá as regras, de forma a manter a coerência do ordenamento.<sup>54</sup>

De modo geral, as situações que revelam fraude à lei pressupõem um dano injustificado ou benefício indevido, inexistindo uma regra regulativa a obstar ou proibir o resultado que se pretende alcançar<sup>55</sup>, porém, existe a produção de consequências contrárias a princípios jurídicos, independentemente da intencionalidade ou da má-fé do sujeito se adotarmos a concepção objetiva de fraude à lei<sup>56</sup>.

Conforme a visão de Manuel Atienza e Juan Ruiz Manero, abaixo são expostas as diferenças primordiais entre a simulação e a fraude à lei:

Na simulação, o que ocorre é que se dá a aparência de se ter usado uma regra que confere poder para produzir determinado resultado R1 quando, em realidade, ou não se usou regra nenhuma (supostos de simulação absoluta) ou se fez uso de regra diferente ou a mesma por sujeitos diferentes, o que produz um resultado R2 (o negócio dissimulado, nos supostos de simulação relativa). A declaração de simulação pelo órgão competente implica que o resultado aparente R1 não é reconhecido pelo Direito como tal – isto é, considerado como inconstitucionalmente inválido – e seu lugar é ocupado, nos supostos de simulação relativa, por R2 (o resultado correspondente ao negócio dissimulado). Na fraude à lei, o que ocorre, como acabamos de ver, é diferente: aqui R é constitucionalmente válido, produz-se o resultado pretendido; se depois R é anulado é por sua conexão com E, pois ao produzir E está proibido por razões de princípio.<sup>57</sup>

Como se vê do transcrito acima, o resultado pretendido na fraude à lei é válido, todavia, por haver uma conexão com situação de contrariedade a princípios é legitimada sua anulação. O efeito do reconhecimento da fraude à lei, nos termos da

---

<sup>53</sup> Ibidem, p. 62.

<sup>54</sup> Ibidem, p. 63.

<sup>55</sup> Ibidem, p. 65.

<sup>56</sup> Ibidem, p. 64.

<sup>57</sup> Ibidem, p. 68.

legislação espanhola<sup>58</sup> que regula a matéria, converge para a <<*devida aplicação da norma que tentou-se evadir*>>.

Portanto, estamos diante de uma obrigação destinada aos intérpretes do direito em anular os negócios jurídicos realizados em fraude à lei ou proceder à substituição de uma norma por outra com aplicação dos ditames legais dos quais os sujeitos buscaram se esquivar, atividade que deve ser realizada de forma a evitar resultados injustos.<sup>59</sup>

Em sequência, tendo em vista que a presente tese aborda de forma constante o exercício excessivo de posições jurídicas, ou seja, situações reveladoras de abuso de direito, é ato necessário distinguir este instituto frente à fraude à lei.

Antes de tudo, cumpre ponderar que a figura do abuso de direito tem por alicerce o exercício de direitos subjetivos. Estes podem ser identificados como o fundamento de um conjunto de posições normativas (desde direitos subjetivos em sentido estrito, liberdades, poderes normativos e imunidades) dirigidos a proteção e/ou promoção de estado de coisas que se considera valioso<sup>60</sup>.

Arelado ao exercício desses direitos subjetivos, verifica-se uma possibilidade fática em se afetar negativamente o interesse de terceiros, o que vem a se caracterizar como abuso de direito quando o conjunto de ações não puder ser justificado à luz das razões estruturais dos direitos subjetivos: proteção e/ou promoção de certo estado de coisas tido por valioso.<sup>61</sup>

Desse modo, desatendido o que as partes deveriam legitimamente esperar do exercício das posições jurídicas e o modo como os direitos subjetivos deveriam ser empregados, resultando em interferências excessivas ou anormais nos direitos alheios, opera-se o que convencionamos por abuso de direito.

Novamente, destacam-se as lições de Manuel Atienza e Juan Ruiz Manero para fins de melhor compreensão das diferenças primordiais entre a prática de abuso de direito e a fraude à lei:

---

<sup>58</sup> Art. 6.4 do Código Civil Espanhol. 4. Los actos realizados al amparo del texto de una norma que persigan un resultado prohibido por el ordenamiento jurídico, o contrario a él, se considerarán ejecutados en fraude de ley y no impedirán la debida aplicación de la norma que se hubiere tratado de eludir.

<sup>59</sup> ATIENZA, Manuel; MANERO, Juan Ruiz. *Ilícitos Atípicos: Sobre o Abuso de Direito, Fraude À Lei e Desvio de Poder*; tradução Janaina Roland Matida. – 1. ed. – São Paulo: Marcial Pons, 2014. p. 69-70.

<sup>60</sup> *Ibidem*, p. 71.

<sup>61</sup> *Ibidem*, p. 71.

[...] a diferença essencial entre o abuso de direito e a fraude à lei se deve ao fato de que o abuso é relativo a ações que constituem casos de exercício de um direito subjetivo, enquanto a fraude é relativa a ações que supõem casos de uso de um poder normativo (de uma regra que confere poder).<sup>62</sup>

Por conseguinte, o Código Civil legitima a anulação do negócio jurídico pela ocorrência da lesão<sup>63</sup>, ocasião em que uma prestação é manifestamente desproporcional ao valor da prestação oposta<sup>64</sup>.

Dessa forma, hipoteticamente falando, se ficar configurado que o contratante vendeu a empresa em função de problema de saúde familiar por valor muito abaixo para conseguir arcar com as despesas hospitalares de forma emergencial, poderia se falar que em anulabilidade do negócio pela lesão.

Todavia, tratando-se de operações complexas em que as partes são empresários sofisticados, usualmente assessoradas por profissionais renomados como nas operações de M&A, via de regra, o *standard* para ocorrência de fatos a legitimar a anulabilidade dos negócios costuma ser mais elevado, diferentemente de simples acordos firmados entre particulares em que a “régua” é mais baixa.

Ainda, acrescenta-se que o pagamento da operação de compra e venda de participações societárias deve ocorrer em moeda corrente nacional (real), sob pena de ser reputada a nulidade da convenção<sup>65</sup>. Todavia, nada obsta que seja convencionado o pagamento em moeda estrangeira, contanto que haja a conversão para o real quando do adimplemento do pagamento<sup>66</sup>.

Ato contínuo, insta mencionar que o preço global da operação (parcela fixa + eventual complemento) deve ser necessariamente determinado ou determinável quando da conclusão do contrato de compra e venda, sob pena de carecer elemento essencial à eficácia do instrumento jurídico convencionado.<sup>67</sup>

Dessa forma, a indeterminação do preço não pode, de forma alguma, ser absoluta. Se porventura as partes não chegarem a um consenso a respeito do valor da prestação econômica, elas podem utilizar-se dos mandamentos do Código Civil e

---

<sup>62</sup> Ibidem, p. 71.

<sup>63</sup> Art. 171. Além dos casos expressamente declarados na lei, é anulável o negócio jurídico: II - por vício resultante de erro, dolo, coação, estado de perigo, lesão ou fraude contra credores.

<sup>64</sup> Art. 157. Ocorre a lesão quando uma pessoa, sob premente necessidade, ou por inexperiência, se obriga a prestação manifestamente desproporcional ao valor da prestação oposta.

<sup>65</sup> DE ALMEIDA MACHADO, Laura. *Validade de obrigações estipuladas em moeda estrangeira*, São Paulo, s/ed., 2013.

<sup>66</sup> GOMES, Orlando. *Contratos*. 26 ed. Rio de Janeiro: Forense, 2008, p. 276.

<sup>67</sup> PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito Privado – Parte Especial*, Tomo XXXIX, vol. 39, 2ª ed. Rio de Janeiro: Borsoi, 1962. p. 36-37.

delegar tal tarefa a um terceiro (art. 485 do Código Civil<sup>68</sup>), atrelar a importância à taxa de mercado ou de bolsa (art. 486 do Código Civil<sup>69</sup>) e, finalmente, vincular a índices ou parâmetros de objetiva determinação (art. 487 do Código Civil<sup>70</sup>).

Qualquer que seja o modo de estruturação da cláusula de preço contingente, esta jamais poderá se desnaturar de dados e parâmetros suscetíveis de objetiva determinação.

Um dos objetivos do *earn-out* é exatamente aportar dados objetivos que podem ser aferidos pelos contratantes a respeito das metas convencionadas, e não submeter o contrato de compra e venda a um abstracionismo exacerbado que dificulta a análise acerca do atingimento (ou não) das metas financeiras, estratégicas e operacionais.

Por conseguinte, vale dizer que uma das tarefas dos operadores do direito é encontrar soluções nas omissões e lacunas deixadas pelas partes quando não conseguem regular suficientemente sua relação em instrumentos contratuais, diante disso, o presente trabalho buscará respostas através de uma análise integrativa<sup>71</sup> do ordenamento jurídico, considerando a boa-fé objetiva e a finalidade de inserção da cláusula de *earn-out*.

Por fim, apesar de imiscuir-se na tarefa do item subsequente, devem ser delineados certos cuidados que devem ser seguidos com relação ao objeto do *earn-out*.

Sobre o tema, existe uma diferença primordial que precisa ser traçada para melhor compreensão da questão, qual seja: o objeto do contrato de compra e venda nem sempre irá coincidir com os produtos que estarão atrelados para consecução das metas estipuladas.

Nesse sentido, é possível ocorrer uma transação de M&A em que a integralidade das participações societárias da sociedade-alvo esteja sendo adquirida, todavia, o vendedor somente receberá o pagamento do complemento de preço com relação a metas de um cliente específico, e não sobre a performance de todos os clientes ou do desempenho geral da empresa.

---

<sup>68</sup> Art. 485. A fixação do preço pode ser deixada ao arbítrio de terceiro, que os contratantes logo designarem ou prometerem designar. Se o terceiro não aceitar a incumbência, ficará sem efeito o contrato, salvo quando acordarem os contratantes designar outra pessoa.

<sup>69</sup> Art. 486. Também se poderá deixar a fixação do preço à taxa de mercado ou de bolsa, em certo e determinado dia e lugar.

<sup>70</sup> Art. 487. É lícito às partes fixar o preço em função de índices ou parâmetros, desde que suscetíveis de objetiva determinação.

<sup>71</sup> MIRANDA, Custódio da Piedade Ubaldino. *Teoria Geral do Negócio Jurídico*. São Paulo: Atlas, 1991. p. 138.

Inclusive, pelo fato do vendedor nutrir uma relação próspera com determinado cliente tido como primordial pelo comprador, não é incomum que seja estipulada a permanência daquele em algum cargo de gerência durante o período de execução do *earn-out* e, sobre a carteira específica do referido cliente, incidirão as metas com potencial de alavancar o preço da operação.

De maneira geral, o objeto das operações de fusões e aquisições é bem variado e, por vezes, não faz sentido buscar adquirir a integralidade das participações societárias quando o comprador deseja um ativo específico, de maneira que seria mais plausível cogitar uma cisão da sociedade-alvo com posterior venda do ativo desejado.

## 2.2 ELABORAÇÃO DA CLÁUSULA E OS CUIDADOS EM SUA REDAÇÃO

Como bem se sabe, a cláusula de *earn-out* é marcada por uma litigiosidade intrínseca, de modo que muitos doutrinadores pontuam os perigos em sua utilização<sup>72</sup>. Diante disso, verifica-se uma necessidade ainda maior dos consultores nas operações de M&A tomarem cuidado redobrado na confecção da cláusula de complemento de preço, instruindo-a com meios assecuratórios e que venham a desestimular comportamentos oportunistas para obstar o atingimento das metas ou condutas dos vendedores para acelerar o cumprimento das previsões.

Um dos primeiros cuidados que gostaria aqui de asseverar concerne ao prazo de verificação das metas, o qual geralmente segue um patamar de um a três anos<sup>73</sup> e, na grande maioria dos casos, não ultrapassa o limite temporal de cinco anos, ajuste que costuma representar de 15% a 30% do preço de aquisição<sup>74</sup>.

Durante as negociações para inserção da cláusula de complemento de preço no contrato de compra e venda, o comprador usualmente reivindica que o prazo do *earn-out* seja o mais curto possível, sobretudo se estivermos diante de casos em que

---

<sup>72</sup> KENT, Andrew. The danger of the *earn-out* clause. *Selling your business*. Set/2008. Disponível em <<https://www.smartcompany.com.au/growth/the-danger-of-the-earn-out-clause/>>. Acesso em 11/07/2022.

<sup>73</sup> Dados obtidos através de artigo da American Bar Association. Disponível em <[https://www.americanbar.org/groups/business\\_law/publications/blt/2022/03/the-ins-and-outs-of-earn-outs-a-delaware-perspective/](https://www.americanbar.org/groups/business_law/publications/blt/2022/03/the-ins-and-outs-of-earn-outs-a-delaware-perspective/)>. Acesso em 18/07/2022.

<sup>74</sup> Informação constante no artigo publicado sob a revista Capital Aberto, autoria de José Luis de Salles Freire. Disponível em <<https://capitalaberto.com.br/nao-listavel/clausulas-de-earn-out-em-aquisicoes/>>. Acesso em 13/09/2022.

ficar convencionada a permanência do vendedor na empresa em função de sua *expertise* do negócio enquanto perdurar a execução da cláusula.

O anseio do comprador aponta, via de regra, para que a ingerência externa em sua sociedade cesse o quanto antes, o que lhe possibilitará administrar seu negócio conforme seus melhores interesses e desvinculado de metas e condicionantes para sua atuação. Ademais, inegável que a fixação de prazos enxutos eleva as chances de não preenchimento dos eventos que deflagrariam o pagamento do complemento de preço.

De igual sorte, o ajuste de prazos demasiadamente curtos pode não refletir as expectativas das partes quanto ao crescimento da empresa<sup>75</sup>, haja vista que as declarações negociais ofertadas pelo vendedor a respeito da sociedade-alvo geralmente projetam crescimento a longo prazo, e não em questão de meses.

Acordado um lapso temporal diminuto, de igual forma, elevam-se as probabilidades do vendedor lançar mão de condutas oportunistas para viabilizar o atingimento das metas se convencionada sua permanência na companhia, as quais podem estar desvinculadas do interesse social, mas sim visando à satisfação de um benefício imediato.

De outra banda, convencionado um prazo de execução do *earn-out* alongado, elevam-se as chances de conflito de gestão quando o vendedor possui ingerência no cotidiano da empresa adquirida<sup>76</sup>, bem como amplia-se a exposição dos contratantes a fatores imprevisíveis alheios à vontade de impacto direto no dia a dia das atividades empresariais<sup>77</sup>.

Acima de tudo, as partes precisam levar em consideração o tempo orgânico que demandaria para as metas estipuladas serem plausivelmente atingidas. O ajuste demasiadamente curto ou elevado dá azo a um ambiente propício de condutas oportunistas que desviam-se de um cerne de cooperação mútua.

Ato subsequente, outro ponto que precisa ser adequadamente dirimido na redação do contrato de compra e venda é a fixação de eventual “plano de ação” para os casos de permanência do vendedor na companhia.

Sobre o tema, ilustra passagem de Sérgio Botrel:

---

<sup>75</sup> ZORDAN PIVA, Luciano. O Earn-Out na Compra e Venda de Empresas. Editora Quartier Latin, 2019. p. 102.

<sup>76</sup> Ibidem.

<sup>77</sup> A título exemplificativo, é possível citar a pandemia do coronavírus (COVID – 19) e os efeitos análogos de desequilíbrio na economia mundial que sucederam.

[...] as partes convencionam os critérios de gestão e as atribuições do vendedor (que muito frequentemente permanece no negócio na condição de administrador – seja como membro do Conselho de Administração, seja mesmo como Diretor estatutário) na empresa adquirida pelo comprador, assim como os atos e eventos que não terão o condão de interferir na apuração das parcelas vincendas. O aumento de despesas com a profissionalização da empresa adquirida, para que se atenda às exigências de governança da compradora, por exemplo, poderá representar grande impacto nos resultados futuros. As partes podem, nesses casos, convencionar um limite de impacto da performance decorrente dessas novas despesas, assim como é de grande importância a previsão de procedimento a ser adotado em caso de operações societárias que possam alterar substancialmente não só os resultados da empresa, mas a sua própria estrutura (v.g., incorporação, cisão etc.).<sup>78</sup>

Dessa forma, quando as partes identificam a importância da *expertise* e do *know-how* do negócio por parte do vendedor, ou também uma proximidade deste com clientes-chaves da empresa adquirida, é plausível que haja sua permanência na companhia na condição de Conselheiro de Administração e, até mesmo, através de um contrato de trabalho, durante a execução do período ajustado na cláusula de *earn-out*.

De imediato, vale a ponderação de ser recomendável que a alocação dos poderes destinados ao vendedor seja estruturada previamente e acompanhe o contrato de compra e venda de participações societárias, pois grande maioria dos conflitos durante a execução do *earn-out* têm origem na deficiência em regular a questão<sup>79</sup>.

Com o intuito de evitar um litígio futuro decorrente da falta ou carência em se delimitar a divisão dos poderes na sociedade adquirida, instiga-se que os contratantes busquem fixar de antemão as atribuições do vendedor, bem como seus poderes relativos aos ativos sensíveis ao *earn-out*, ou seja, os produtos e áreas em que há vinculação com as metas estipuladas.

Assim, poderão as partes fixar uma obrigação que determine uma consulta prévia do comprador perante o vendedor quando houver planos para realização de alterações substanciais concernentes à gestão de produtos vinculados ao *earn-out*<sup>80</sup> e, a depender do convencionado no contrato, a opinião do vendedor pode ter (ou não) poder vinculante.

---

<sup>78</sup> BOTREL, Sérgio. Fusões e Aquisições. 3 ed. São Paulo: Saraiva, 2014. p. 246.

<sup>79</sup> ZORDAN PIVA, Luciano. O Earn-Out na Compra e Venda de Empresas. Editora Quartier Latin, 2019. p. 106.

<sup>80</sup> Ibidem, p. 107.

De igual sorte, é conveniente que o “plano de ação” não se restrinja unicamente à alocação de poderes na companhia, podendo compreender em seu objeto obrigações de suporte para facilitar a consecução das metas vinculadas ao *earn-out*<sup>81</sup>.

É evidente que a inclusão de referidas cláusulas são objeto de forte discussão entre os contratantes na fase de negociações, haja vista favorecerem e agradarem mais um lado comparativamente ao outro, todavia, não há de se olvidar que em conjunto elas auxiliam na interpretação contratual e no exame dos riscos distribuídos entre os contratantes, além de diminuírem a exposição das partes a comportamentos oportunistas e, por corolário lógico, minoram as chances de eventual contencioso acerca da alocação de poderes.

Dentre as cláusulas de suporte ou *standards* comportamentais mais utilizados nas operações de M&A sob a realidade pátria, assumem preponderância as seguintes: (i) envidar esforços razoáveis e; (ii) curso normal dos negócios. *A posteriori*, os estudos pertinentes à matéria serão aprofundados em capítulo próprio sob o item “3” com a seguinte denominação: “CONDUTAS E COMPORTAMENTOS DAS PARTES QUANDO DA EXECUÇÃO DO EARN-OUT”.

Agora, inserido dentre os cuidados importantes que os contratantes devem seguir na redação da cláusula de complemento de preço e os anexos que a acompanham, gostaria de mencionar a possibilidade de inclusão de penalidade pecuniária para qualquer parte que descumprir com as obrigações assumidas pela inserção da cláusula de *earn-out*.

Em apertado resumo, referida penalidade trata-se de um instrumento indenizatório a ser redigido pelos advogados e consultores nos casos de comportamentos oportunistas que prejudiquem ou impeçam o atingimento das metas convencionadas (seja por parte do vendedor ou comprador).

A execução do mecanismo se revela complexa quando consideramos que a aplicação da penalidade, quase que invariavelmente, demanda o ingresso com uma ação perante o Tribunal Arbitral, o qual será o responsável por identificar no caso concreto se foram praticados atos que desviam a finalidade de inserção da cláusula de *earn-out*.

Seja como for, o objetivo é que a previsão contratual punitiva desvirtue qualquer comportamento em prejuízo ao atingimento das metas. A título exemplificativo,

---

<sup>81</sup> CRIMINIS, Paul; GRAY, Ben; WALLER, Jessica. Earn-outs in M&A Transactions: key structures and recent developments. *The M&A Journal*, vol. 10. p. 03.

poderíamos pensar na fixação de um patamar de indenização mínimo se deflagradas tais atitudes logo no contrato, de maneira a limitar a discricionariedade dos árbitros que irão julgar a demanda, podendo o valor ser majorado até o limite da bonificação financeira que seria percebida caso atingidas as metas.

A questão é tão complexa que existe forte entendimento na doutrina norte-americana no sentido de que apesar do vendedor efetivamente conseguir comprovar uma violação contratual relativa à cláusula do *earn-out*, ele somente fará jus à indenização se também puder demonstrar que atingiria as metas estipuladas se não fosse pelas atitudes do comprador.<sup>82</sup>

A realidade brasileira é de difícil apuração, haja vista que a imensa maioria dos conflitos atinentes à cláusula de *earn-out* são submetidos ao Juízo Arbitral, ambiente marcado pela confidencialidade dos atos e, por isso, não há como afirmar o panorama e entendimentos mais aceitos pelos tribunais sobre o aspecto indenizatório.

Por fim, outra causa de tormento costuma ser a apuração da verificação (ou não) das condições, isto é, se as metas estipuladas foram efetivamente alcançadas. No ponto, vale a menção que os contratantes podem ter métricas e diretrizes contábeis distintas para o cálculo do atingimento da cláusula de complemento de preço, de maneira que as partes podem ter visões diversas a respeito.

Uma das soluções apontadas pela doutrina é a contratação de empresas independentes de auditoria<sup>83</sup>, as quais terão a incumbência de realizar a verificação das condições. Também merece ser questionado se o parecer das auditorias deva ter poder vinculante sobre as partes, pois, caso efetivamente detenha tal característica, aquele que porventura se sentir prejudicado pela avaliação deverá externar as razões de discordância perante o Juízo Arbitral que apreciará o pedido e poderá reformar o diagnóstico inicial.

### **2.3 O EARN-OUT COMO CONDIÇÃO SUSPENSIVA**

---

<sup>82</sup> Versão constante no livro original em inglês: “even where a seller is successful in proving a breach of an acquisition agreement in relation to an earn-out, the seller will not receive damages unless it can prove that that it would have met its earn-out targets but for the buyer’s breach”. CRIMINIS, Paul M.; GRAY, Ben; WALLER, Jessica. *Earn-outs in M&A Transactions: Key Structures and Recent Developments*. In: *The M&A Journal*. v. 10. n. 10. p. 07.

<sup>83</sup> ZORDAN PIVA, Luciano. *O Earn-Out na Compra e Venda de Empresas*. Editora Quartier Latin, 2019. p. 103.

Em primeiro lugar, cumpre rememorar o conceito da cláusula de *earn-out* e as razões pelas quais ela está inserta nas operações de M&A. A cláusula de complemento de preço trata-se de forma de pagamento através da qual parcela do valor da transação é diferida para momento futuro, vinculando-a à deflagração de metas pré-estipuladas no contrato de compra e venda.

Dessa forma, parte da operação será adimplida por meio de uma parcela fixa, o que não significa necessariamente que o valor será determinado no momento da assinatura do contrato, tendo em vista que as partes podem ajustar cláusula de revisão de preço que melhor ilustre as diferenças nos demonstrativos da sociedade-alvo entre o *signing* e o *closing* da operação, momento em que se aguarda a verificação de certas condições precedentes.

Para além da parcela fixa, a cláusula de *earn-out* integra ao contrato de compra e venda uma parcela variável ante as diferentes visões do comprador e vendedor quanto à rentabilidade do negócio. Como antevisto, se de um lado há um vendedor otimista em relação às perspectivas da empresa, do outro há um comprador cético<sup>84</sup> que deseja pagar o valor mais convidativo possível, de modo que as diferentes visões são interligadas pelo pagamento de preço contingente se a sociedade adquirida atingir predeterminadas metas financeiras, operacionais ou estratégicas.

As metas acima referidas assumem em nosso ordenamento jurídico a natureza de condição suspensiva<sup>85</sup> que, uma vez atingidas e verificadas, acarretam por consequência a necessidade de pagamento da parcela variável<sup>86</sup>.

O regramento das condições suspensivas consta do Código Civil sob o art. 121<sup>87</sup>, por meio do qual o negócio jurídico subordina-se a evento futuro e incerto, sendo que as metas predeterminadas representam fator de eficácia<sup>88</sup> dada sua natureza suspensiva.

---

<sup>84</sup> BAINBRIDGE, Stephen M. *Mergers and Acquisitions*. 3 ed. New York: Foundation Press, 2012. p. 73-74.

<sup>85</sup> MARTINS-COSTA, Fernanda Mynarski. *Condição suspensiva: função, estrutura e regime jurídico*. São Paulo: Almedina, 2017.

<sup>86</sup> ZORDAN PIVA, Luciano. *O Earn-Out na Compra e Venda de Empresas*. Editora Quartier Latin, 2019. p. 83.

<sup>87</sup> Art. 121. Considera-se condição a cláusula que, derivando exclusivamente da vontade das partes, subordina o efeito do negócio jurídico a evento futuro e incerto.

<sup>88</sup> AZEVEDO, Antonio Junqueira de. *Negócio Jurídico: existência, validade e eficácia*. 4ª ed. São Paulo: Saraiva, 2002. p. 55.

Nosso ordenamento civilista, por meio do art. 122<sup>89</sup>, determina que as condições suspensivas não podem sujeitar o negócio jurídico ao puro arbítrio de uma das partes, retomando um horizonte de cooperação mútua e o caráter bilateral e sinalagmático das obrigações.

As metas convencionadas entre as partes devem revelar um caráter de “possibilidade jurídica”<sup>90</sup>, ou seja, não podem dizer respeito a fatos futuros e incertos de impossível ocorrência, sob pena de ser reputada a nulidade da convenção firmada<sup>91</sup>. Apesar de subentendido, acrescenta-se que a condição não pode tratar de circunstância pretérita ou presente<sup>92</sup>.

No que tange aos efeitos práticos, o principal efeito da natureza de condição suspensiva da cláusula de *earn-out* é alusiva à aplicação do art. 129 do Código Civil<sup>93</sup>, por meio do qual emerge a “ficção da verificação ou não verificação da condição”<sup>94</sup>, assim reputar-se-ia verificada as metas predeterminadas se o comprador obstou a verificação ou não verificada a condição se o vendedor maliciosamente agiu em nome de sua aceleração.

Todavia, há de se ter ressalvas quanto à aplicação analógica do art. 129 do Código Civil, haja vista que obstar a verificação de determinada meta e comprovar que ela seria atingida se não fosse a atitude do outro contratante são coisas completamente diferentes.

Como dito no item “2.2”, cada vez mais os tribunais e a doutrina norte-americana entendem que a violação de obrigação assumida por conta da cláusula *earn-out*, por si só, não está apta a ensejar um dever de indenização do outro contratante. Este precisa estar somado à comprovação de atingimento das metas se não fosse o comportamento desleal da outra parte.

---

<sup>89</sup> 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.

<sup>90</sup> ZORDAN PIVA, Luciano. *O Earn-Out na Compra e Venda de Empresas*. Editora Quartier Latin, 2019. p. 85.

<sup>91</sup> Art. 123. Invalidam os negócios jurídicos que lhes são subordinados: I - as condições física ou juridicamente impossíveis, quando suspensivas;

<sup>92</sup> ZORDAN PIVA, Luciano. *O Earn-Out na Compra e Venda de Empresas*. Editora Quartier Latin, 2019. p. 84.

<sup>93</sup> Art. 129. Reputa-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.

<sup>94</sup> BUSCHINELLI, Gabriel S. *Compra e Venda de Participações Societárias de Controle*. São Paulo: Quartier Latin, 2018. p. 184.

A bem da verdade, a resposta não está contida no “recorte” de um breve segmento de texto legal do Código Civil. Uma adequada compreensão demanda uma interpretação integrativa dos mandamentos civilistas, uma verificação da finalidade de inserção da cláusula de *earn-out* nos contratos empresariais, um estudo detalhado e aprofundado da doutrina pátria que lida sobre a obrigação como processo e, conjuntamente, uma aplicação dos ditames da boa-fé objetiva e das expectativas legítimas dos contratantes, tarefas que serão endereçadas nos itens subsequentes.

### 3 CONDUTAS E COMPORTAMENTOS DAS PARTES QUANDO DA EXECUÇÃO DO EARN-OUT

A análise do comportamento e das condutas das partes durante a execução da cláusula de *earn-out* não pode estar dissociada do exame das declarações negociais fixadas no contrato de compra e venda e das repercussões que elas geram.

Anteriormente, o presente trabalho ponderou ser pauta constante nas rodadas de negociações por parte do vendedor a busca pela inserção de previsões de suporte que facilitem ou, ao menos, não dificultem o atingimento das metas predeterminadas.

Como é a parcela variável da operação que está submetida à cláusula de complemento de preço, é exatamente sobre os produtos vinculados ao *earn-out* que haverá maior esforço pelo vendedor visando seu reforço sob o maior nível de suporte possível.

As previsões podem ser estipuladas de maneira específica, a exemplo do permissivo para o vendedor que seguir na empresa possa contratar funcionários para a consecução das metas, além de outorga de garantias que os produtos do *earn-out* não serão descontinuados, viabilização para se divulgar material publicitário, aportes de capital mínimos.

De igual sorte, as obrigações de suporte podem estar previstas genericamente ante a dificuldade das partes acordarem quanto à fixação de previsões específicas nos instrumentos contratuais. A título exemplificativo, não é incomum verificarmos obrigação de suporte sob os seguintes dizeres: “o comprador compromete-se a não praticar qualquer ato que possa prejudicar ou impedir o atingimento do preço contingente pelo vendedor”.

De modo geral, a expressão acima apenas vem a reforçar o depreendido no art. 129 do Código Civil, retomando que se aguarda das partes comportamentos leais em conformidade com a boa-fé objetiva, ou seja, não representa uma inovação àquilo que os contratantes devam legitimamente esperar.

Dentre os *standards* comportamentais genéricos, talvez os que revelam maior utilização no âmbito das operações de M&A são o envidamento de esforços razoáveis e o curso normal dos negócios.

Apesar de ter origem na doutrina norte-americana como *best efforts*, o envidamento de esforços razoáveis assume outra roupagem e contornos quando adaptado à realidade do ordenamento jurídico pátrio.

Como se verá mais adiante no estudo de casos, a *ratio* das decisões das cortes norte-americanas aponta para uma maior valorização das declarações negociais sem, contudo, desconsiderar que as condutas das partes não podem frustrar ou impedir a realização da cláusula de *earn-out*.

Basicamente, se as declarações de vontade não externam um nível de suporte mínimo para atingimento das metas, via de regra, os tribunais norte-americanos entendem inexistir um dever em se depreender esforços razoáveis, razão pela qual há maior probabilidade de improcedência da demanda do vendedor que vir a pleitear por uma indenização.

Diferentemente, a realidade brasileira aponta o *standard* comportamental dos esforços razoáveis como corolário lógico do princípio da boa-fé objetiva, de observância obrigatória entre as partes em qualquer fase da relação negocial, cuja finalidade da inserção da cláusula de complemento de preço presume tal dever implícito de suporte, ainda que não esteja convencionado entre as partes.

O comportamento leal esperado das partes não é exclusivamente resguardar-se de condutas oportunistas que possam ferir o *earn-out*, mas também se estende para uma concepção de cooperação mútua e de deveres anexos que importam, no meu modo de ver, na obrigação implícita em se empregar esforços razoáveis para se alcançar as metas predeterminadas.

Vale dizer que isso não representa uma obrigação para o comprador maximizar ou garantir a deflagração das metas, afinal de contas, o *earn-out* é uma “possibilidade jurídica”<sup>95</sup> e não uma certeza jurídica, mas sim no sentido de agregar um nível de suporte, mesmo que mínimo.

Ato contínuo, outro *standard* comportamental que vem assumindo papel de destaque nas operações de compra e venda de participações societárias é o denominado “curso normal dos negócios”.

Cada vez mais, os consultores nas transações estão entendendo a necessidade de não somente estipular cláusulas negociais de suporte, mas também realizar sua prévia definição em acordos de acionistas ou no próprio contrato de contrato e venda para limitar a discricionariedade dos árbitros, bem como fixar um liame interpretativo básico que deve embasar as condutas de compradores e vendedores.

---

<sup>95</sup> ZORDAN PIVA, Luciano. O Earn-Out na Compra e Venda de Empresas. Editora Quartier Latin, 2019. p. 85.

Nesse sentido, impende reprimir como consta a definição de “curso normal dos negócios” em dado acordo de acionista:

“Curso Normal dos Negócios” significa a prática de atos rotineiros na condução dos negócios de uma Pessoa, incluindo, mas não se limitando às operações para obtenção de recursos necessários para a condução do negócio de uma Pessoa;<sup>96</sup>

Tendo em vista que parcela do preço está atrelada à consecução de determinadas metas com a inclusão da cláusula de *earn-out*, é do interesse do vendedor que as atividades empresariais sejam geridas da forma mais similar possível àquela prévia à alienação da sociedade, eis que mudanças substanciais podem acarretar alterações de rumo com uma despriorização dos produtos vinculados à cláusula de preço contingente.

Diante disso, o *standard* do “curso normal dos negócios” apresenta-se como uma garantia adicional ao vendedor, por meio da qual veda-se comportamentos de grandes discrepâncias às condutas precedentes, salvo por algum fato externo imprevisível e alheio às partes<sup>97</sup>.

O Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo já teve a oportunidade de decidir a respeito da questão, oportunidade em que foi ingressada uma ação cautelar à instauração de Tribunal Arbitral, tendo as partes convencionado que, até a concretização do contrato de compra e venda de ações e outras avenças, o vendedor deveria “manter o curso normal dos negócios, não assumindo compromissos extraordinários e atuando de boa-fé”.<sup>98</sup>

*In casu*, para fins de elucidação do *standard* aqui exposto, prudente a transcrição de trecho do voto do Desembargador Relator Francisco Loureiro:

As despesas ordinárias e atos de mera administração do curso normal dos negócios podem ser tomados pelos vendedores, 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.

<sup>96</sup> Acordo de Acionistas da Wilkes Participações S.A., datado de 27 de novembro de 2006. Disponível em <[https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/212116/mod\\_resource/content/1/AA%20Wilkes%20c%C3%B3pia.pdf](https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/212116/mod_resource/content/1/AA%20Wilkes%20c%C3%B3pia.pdf)>. Acesso em 20/07/2022.

<sup>97</sup> ZORDAN PIVA, Luciano. O Earn-Out na Compra e Venda de Empresas. Editora Quartier Latin, 2019. p. 135.

<sup>98</sup> Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, Comarca de São Paulo, Agravo de Instrumento nº 0028062-36.2012.8.26.0000, Des. Rel. Francisco Loureiro, julgamento datado de 08/05/2012.

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.<sup>99</sup>

No caso acima referido, por mais que o *standard* esposado não esteja vinculado com a execução do *earn-out*, mas sim situa-se durante o período do *signing* e *closing* da operação consubstanciando uma obrigação ao vendedor, ainda assim, há uma aproximação na *ratio* da decisão em evitar condutas de discrepância e, caso ocorressem, deveriam estar subordinadas à prévia aprovação conjunta das partes.

A partir do momento em que se opera a conclusão da operação de fusão ou aquisição, os riscos do negócio passam automaticamente para o comprador, todavia, quando falamos em negócios estruturados com a cláusula de *earn-out*, é impossível negar que os riscos também são compartilhados com o vendedor que tem parcela do preço condicionada ao atingimento de metas predeterminadas.

Como os riscos são de certo modo compartilhados, pontua-se que o caminho mais adequado, independentemente de haver a inserção do *standard* curso normal dos negócios, é submeter para apreciação do vendedor planejamentos de alteração da configuração empresarial que tem o condão de alterar as métricas e produtos do *earn-out*. A prévia inclusão expressa no instrumento contratual de obrigação à submissão conjunta das partes reforça o nível de suporte e enquadra-se dentre as melhores práticas comportamentais.

Por conseguinte, apesar deste discente contemplar até este ponto do trabalho, em grande maioria, a exemplificação de casos que retratam metas não atingidas em virtude de condutas do comprador que obstam ou frustram seu atingimento, não há como se olvidar a existência de litígios em que se opera a deflagração dos eventos futuros predeterminados, só que o comprador recusa o adimplemento embasado em condutas ilícitas do vendedor que se desviam do interesse social, bem como podem estar relacionadas com a aceleração do ritmo para atingir as metas.

Poucos conseguiram fundamentar com tanta maestria a base da valoração do comportamento das partes como Clóvis do Couto e Silva, o qual ultrapassou a visão que as partes apenas ocupavam posições antagônicas com interesses contrapostos,

---

<sup>99</sup> Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, Comarca de São Paulo, Agravo de Instrumento nº 0028062-36.2012.8.26.0000, Des. Rel. Francisco Loureiro, julgamento datado de 08/05/2012.

incorporando um ideal de cooperação que trata a relação jurídica como uma totalidade, “formadora de uma unidade que não se esgota na soma dos elementos que a compõe”<sup>100</sup>.

A visão de Clóvis aponta para que as relações jurídicas sejam compreendidas sob um “ângulo de totalidade”<sup>101</sup>, e não através de declarações negociais esparsas, as quais não são capazes de exprimir a “finalidade que determina a concepção de obrigação como processo”<sup>102</sup>.

No caso da cláusula do *earn-out*, a motivação comum determinante para seu ajuste é a perspectiva por uma melhor performance e valorização do preço das participações societárias<sup>103</sup> e, caso haja inobservância da finalidade que polariza o vínculo<sup>104</sup>, é possível a utilização do princípio da boa-fé objetiva como “baliza do modo de exercício de posições jurídicas, servindo como via de correção do conteúdo contratual”<sup>105</sup>.

De maneira resumida, não são intenções consubstanciadas em declarações isoladas que revelam o interesse das partes. Tão relevante quanto são as vantagens que os contratantes esperam obter do negócio jurídico e os riscos que estão sujeitos para obtenção dos fins esperados. A finalidade do negócio jurídico está atrelada à utilidade e, com vistas às molduras do negócio, temos o que é lícito às partes legitimamente esperarem.<sup>106</sup>

Importante mencionar a valorização conferida por Clóvis ao princípio da boa-fé objetiva, identificando-o como instrumento para “aumentar o conteúdo do negócio jurídico”<sup>107</sup>, além de integrar deveres que não decorram exatamente das declarações de vontade<sup>108</sup>, compreendendo sua observância obrigatória em todas as fases da relação contratual.

---

<sup>100</sup> SILVA, Clóvis Veríssimo do Couto e. A obrigação como Processo. Rio de Janeiro: FGV, 2006, p. 19.

<sup>101</sup> Ibidem, p. 20.

<sup>102</sup> Ibidem, p. 21.

<sup>103</sup> ZORDAN PIVA, Luciano. O Earn-Out na Compra e Venda de Empresas. Editora Quartier Latin, 2019. p. 136.

<sup>104</sup> SILVA, Clóvis Veríssimo do Couto e. A obrigação como Processo. Rio de Janeiro: FGV, 2006, p. 21.

<sup>105</sup> MARTINS-COSTA, Judith. A boa-fé no direito privado: critérios para sua aplicação. São Paulo. Saraiva Educação, 2018. p. 45.

<sup>106</sup> MARTINS-COSTA, Judith. A Boa-Fé no Direito Privado: critérios para sua aplicação. São Paulo: Marcial Pons, 2015. p. 464-465.

<sup>107</sup> SILVA, Clóvis Veríssimo do Couto e. A obrigação como Processo. Rio de Janeiro: FGV, 2006, p. 36.

<sup>108</sup> Ibidem, p. 36.

Em apertado resumo, Clóvis aporta a ideia do ser dinâmico da relação obrigacional<sup>109</sup>, necessitando compreensão através do encadeamento lógico do todo interligado, desvinculando-a de uma análise meramente estática.

Apesar da contemporaneidade da noção de “obrigação de processo”, datada de 1976 na obra de Clóvis, Maria Cláudia Cachapuz propôs uma releitura dos ensinamentos sob a ótica do Código Civil de 2002 e os impactos por ele ocasionados através da visão dos juristas e da aplicação nos tribunais.

Nesse limiar, por vezes, é possível identificar um caráter utilitarista ou funcionalista da relação obrigacional sob a perspectiva de Clóvis, sendo proposta uma recontextualização a partir de um sentido argumentativo que valorize as soluções primadas em nosso ordenamento civilista.<sup>110</sup>

De igual forma, Maria Cláudia Cachapuz teceu considerações acerca do ser dinâmico das obrigações, consagrando a concepção de “totalidade concreta”, a qual parte de uma visão do negócio jurídico sob uma visão de processo, de dinâmica e, como corolário lógico, tem-se a utilidade.<sup>111</sup>

O conceito de totalidade concreta, quando abordado nos contratos de compra e venda, pressupõe a identificação que credor e devedor não ocupam posições estanques na obrigação, tampouco esgota-se na identificação de elementos característicos como a existência da coisa, o preço e o consentimento, devendo, na verdade, a obrigação ser considerada como um complexo de direitos, deveres e situações jurídicas, marcada pela incidência da boa-fé objetiva como elemento essencial para considerar a utilidade da obrigação.<sup>112</sup>

Na visão de Maria Cláudia Cachapuz, o vínculo obrigacional está alicerçado numa relação de cooperação entre os sujeitos de direito, no qual deve ser valorada a função econômica do contrato, atuando a boa-fé objetiva como elemento de formação do negócio jurídico e instrumento de interpretação da vontade dos contratos, de forma a exigir uma participação positiva dos sujeitos na realização do negócio jurídico e, inclusive, trata-se de limitação ao princípio da autonomia privada.<sup>113</sup>

---

<sup>109</sup> Ibidem, p. 20.

<sup>110</sup> CACHAPUZ, Maria Cláudia. A obrigação em perspectiva discursiva (uma revisão contemporânea da obrigação como processo). Revista da AJURIS, Porto Alegre, v. 46, n. 146, p. 335-351, jun. 2019, p. 348-349.

<sup>111</sup> CACHAPUZ, Maria Cláudia. O conceito de totalidade concreta aplicado ao sistema jurídico aberto. Revista da AJURIS, Porto Alegre, v. 180 a 185, p. 108-153, nov. 1997.

<sup>112</sup> Ibidem.

<sup>113</sup> Ibidem.

No momento em que consideramos a boa-fé objetiva como princípio a determinar a participação positiva dos contratantes, isso significa que as partes não apenas devem se abster de condutas oportunistas durante a execução da cláusula de *earn-out*, mas também devem guiar seus comportamentos mirando à cooperação e às boas práticas, portanto, é esperado um suporte e apoio mútuo para consecução das metas predeterminadas em contrato de compra e venda de participações societárias.

Vale dizer que a aplicação do conceito de totalidade concreta não ocorre abstratamente, cujos seus reflexos apontam para um fortalecimento da possibilidade de flexibilização do negócio jurídico; incorpora o elemento de integração ao fenômeno jurídico, com vistas à realização de justiça no caso concreto; integra movimento constante de cooperação das partes e do conjunto das partes como um todo para a construção do próprio todo.<sup>114</sup>

### 3.1 O PRINCÍPIO CONTRATUAL DA BOA-FÉ OBJETIVA

A importância da boa-fé nos ordenamentos jurídicos não se trata de uma inovação da modernidade, a qual já apresentava-se como padrão de conduta basilar do direito romano através da valorização do comportamento ético das partes.<sup>115</sup>

No entanto, a positivação deste princípio de observância obrigatória entre as partes, ainda que não haja uma relação contratual entre elas, ocorreu com o Código Civil Francês de 1804 e, sucessivamente, o Código Civil Alemão (BGB) veio a aportar seu “significado elementar” através do § 242, situando-o como *standard* comportamental a demandar uma atuação com honestidade, lealdade, probidade<sup>116</sup>.

Válida menção que muitas pessoas incorrem em erro acerca da significação das variações da boa-fé, quais sejam: a boa-fé objetiva e a boa-fé subjetiva. Por mais que não seja objeto do presente trabalho a análise da cláusula do *earn-out* sob a ótica do princípio da boa-fé subjetiva, este necessita ser devidamente endereçado para fins de evitar qualquer confusão.

---

<sup>114</sup> Ibidem.

<sup>115</sup> SILVA, Clóvis Veríssimo do Couto e. A obrigação como Processo. Rio de Janeiro: FGV, 2006, p. 32.

<sup>116</sup> MARTINS-COSTA, Judith. A boa-fé no direito privado: critérios para sua aplicação. São Paulo. Saraiva Educação, 2018. p. 282.

A diferenciação reside na consideração que a boa-fé subjetiva vem a indicar um estado de consciência, compreendendo uma crença subjetiva a representar uma condição psicológica a respeito de determinada situação fática.

A título exemplificativo, é possível citar o cidadão uruguaio que visita o Brasil e desconhece acerca da proibição em utilizar cigarro de maconha. É plenamente possível o fato de ele nutrir uma crença errônea da prática ser legalizada em terras brasileiras, incorrendo em ignorância de se estar lesando os direitos alheios<sup>117</sup> a partir de um estado de consciência de boa-fé subjetiva.

Inúmeros doutrinadores debruçaram-se para estabelecer a diferença entre boa-fé objetiva e boa-fé subjetiva, constando abaixo um trecho de Judith Martins-Costa:

A chamada boa-fé objetiva configura, diferentemente, uma norma jurídica. A expressão boa-fé objetiva (boa-fé normativa) designa não uma crença subjetiva, nem um estado de fato, mas aponta, concomitantemente a: (i) um instituto ou modelo jurídico (estrutura normativa alcançada pela agregação de duas ou mais normas); (ii) um standard ou modelo comportamental pelo qual os participantes do tráfico obrigacional devem ajustar o seu mútuo comportamento (standard direcionador de condutas, a ser seguido pelos que pactuam atos jurídicos, em especial os contratantes); e (iii) um princípio jurídico (norma de dever ser que aponta, imediatamente, a um «estado ideal de coisas»<sup>118</sup>).

Historicamente, uma das primeiras aparições que se tem notícia da boa-fé na prática brasileira ocorreu por meio de sua positivação no art. 131, I, do Código Comercial de 1850<sup>119</sup>, servindo de cânone hermenêutico para a interpretação contratual, todavia, a doutrina aponta que o dispositivo não desempenhava função de cláusula geral no sistema, resumindo-se meramente à letra morta da lei.<sup>120</sup>

O princípio da boa-fé somente veio a ingressar de maneira efetiva na doutrina pátria em 1958 através dos ensinamentos de Emilio Betti, ocasião em que o jurista italiano veio palestrar o “magnífico curso” na Universidade Federal do Rio Grande do

---

<sup>117</sup> Ibidem, p. 280.

<sup>118</sup> Ibidem, p. 281-282.

<sup>119</sup> “Art. 131 - Sendo necessário interpretar as cláusulas do contrato, a interpretação, além das regras sobreditas, será regulada sobre as seguintes bases: 1 - a inteligência simples e adequada, que for mais conforme à boa fé, e ao verdadeiro espírito e natureza do contrato, deverá sempre prevalecer à rigorosa e restrita significação das palavras;”

<sup>120</sup> MARTINS-COSTA, Judith. A boa-fé como modelo (uma aplicação da Teoria dos Modelos, de Miguel Reale). Cadernos do Programa de Pós-Graduação em Direito – PPGDir./UFRGS, Porto Alegre, v. 2, n. 4, p. 347-379, ago. 2004, p. 355. ISSN 2317-8558. Disponível em: <<https://seer.ufrgs.br/index.php/ppgdir/article/view/49203/30834>>. Acesso em 20/07/2022.

Sul<sup>121</sup>, mesmo Estado em que o Tribunal de Justiça local ficou conhecido por ser pioneiro na aplicação da boa-fé<sup>122</sup>.

Dessa forma, infelizmente, o Código Civil de 1916 acabou por não contemplar qualquer menção expressa à boa-fé, vindo o direito legislado pátrio abarcá-lo com mais força a partir de 1990, como no Código de Defesa do Consumidor<sup>123</sup>.

A falta de endereçamento do princípio da boa-fé objetiva no Código Civil de 1916 foi categorizada por Clóvis do Couto e Silva como “um absurdo”<sup>124</sup>, todavia, a ausência de tratamento não significa sua completa desvinculação com o ordenamento jurídico, havendo sua utilização como “resultado de necessidades éticas essenciais, que se impõe quando falte disposição legislativa expressa”<sup>125</sup>.

Na visão de Flávio Tartuce, o antigo Código Civil era “individualista e apegado a um tecnicismo exagerado”<sup>126</sup>, de maneira que não houvesse espaço para uma ampla aplicação e interpretação da boa-fé objetiva no Diploma.

O Código Civil de 2002 foi embebido pelos ensinamentos de doutrinadores acerca da boa-fé, dentre os quais fica o destaque especial às lições de Clóvis do Couto e Silva, bem como pela influência de uma jurisprudência que já o aplicava mesmo antes de haver a expressa menção ao princípio no texto legal.

Segundo Judith Martins-Costa, o atual Código Civil deve ser apreciado sob uma nova visão ou nova lente<sup>127</sup>, cujo diploma normativo está destinado a uma sociedade culturalmente diversificada em um sistema que demanda respostas abertas às particularidades dos indivíduos<sup>128</sup>.

<sup>121</sup> COUTO E SILVA, Clóvis. O Princípio da Boa-Fé no Direito Brasileiro e Português, cit. p. 43, nota 1.

<sup>122</sup> MARTINS-COSTA, Judith. A boa-fé como modelo (uma aplicação da Teoria dos Modelos, de Miguel Reale). Cadernos do Programa de Pós-Graduação em Direito – PPGDir./UFRGS, Porto Alegre, v. 2, n. 4, p. 347-379, ago. 2004, p. 355. ISSN 2317-8558. Disponível em: <<https://seer.ufrgs.br/index.php/ppgdir/article/view/49203/30834>>. Acesso em 20/07/2022.

<sup>123</sup> Art. 4º, III - harmonização dos interesses dos participantes das relações de consumo e compatibilização da proteção do consumidor com a necessidade de desenvolvimento econômico e tecnológico, de modo a viabilizar os princípios nos quais se funda a ordem econômica (art. 170, da Constituição Federal), sempre com base na boa-fé e equilíbrio nas relações entre consumidores e fornecedores; Art. 51, IV - IV - estabeleçam obrigações consideradas iníquas, abusivas, que coloquem o consumidor em desvantagem exagerada, ou sejam incompatíveis com a boa-fé ou a equidade;

<sup>124</sup> SILVA, Clóvis Veríssimo do Couto e. O Princípio da Boa-Fé no Direito Brasileiro e Português, p. 61.

<sup>125</sup> Ibidem, p. 61-62.

<sup>126</sup> TARTUCE, Flávio. Direito Civil, v. 3: Teoria geral dos contratos e contratos em espécie. Rio de Janeiro: Forense; São Paulo: MÉTODO, 2014, p. 23.

<sup>127</sup> MARTINS-COSTA, Judith. O novo Código Civil brasileiro: Em busca da 'ética da situação' ". Revista da Faculdade de Direito da UFRGS, vol. 20, out. 2001.

<sup>128</sup> CACHAPUZ, Maria Cláudia. A ilicitude e as fontes obrigacionais: análise do art. 187 do novo Código Civil brasileiro. Editora Revista dos Tribunais, 2005, vol. 838. p. 114-129.

Somado a isso, está a promulgação da Constituição da República de 1988 que trouxe consigo uma visão constitucional do direito privado, irradiando noções de justiça social e distributiva, bem-estar, igualdade substancial, solidariedade, todos pilares estruturais das relações jurídicas.<sup>129</sup>

Diante dessa moldura de elementos, o Código Civil de 2002 fundamenta-se em princípios de *eticidade, socialidade e operabilidade*<sup>130</sup>, inserindo a boa-fé objetiva como *standard* comportamental e de interpretação de negócios jurídicos, bem como alavanca o princípio norteador a “agasalho jurídico” que nos acompanha em todos os momentos na seara do direito privado.

Em complemento, imperiosa menção que Código Civil de 2002 é alicerçado no princípio da eticidade, de forma a dar grande valor à conduta ética dos contratantes<sup>131</sup>. Independentemente da função que ocupe no Diploma Legal, o princípio da boa-fé sempre deve ser observado através do fim comum de servir como uma régua ética para as atitudes das partes envolvidas, um em relação ao outro<sup>132</sup>.

A boa-fé objetiva está compreendida na valorização de “cláusulas gerais abertas” aptas a possibilitar ampla compreensão hermenêutica e, concomitantemente, propiciam maior interferência dos Magistrados na solução dos conflitos com base em conceitos amplos e ideais morais que revelam a importância da eticidade no sistema.<sup>133</sup>

Por se tratar de cláusula geral, a boa-fé objetiva caracteriza-se como *metanorma* cujo objetivo é enviar para os Magistrados critérios aplicativos determináveis para, à luz do caso concreto, complementar ou desenvolver normas jurídicas que tenham condão de resolver o litígio submetido à apreciação.<sup>134</sup>

A respeito das cláusulas gerais, Judith Martins-Costa assim as qualificou:

---

<sup>129</sup> BATISTA, Neimar. A constitucionalização do Direito Civil e suas repercussões nas relações contratuais. *Âmbito Jurídico*: revista 143, dez. 2015. Disponível em <<https://ambitojuridico.com.br/cadernos/direito-civil/a-constitucionalizacao-do-direito-civil-e-suas-repercussoes-nas-relacoes-contratuais/>>. Acesso em 21/07/2022.

<sup>130</sup> REALE, Miguel, *Visão geral do projeto do Código Civil*. Disponível em <<http://www.miguelreale.com.br/>>. Acesso em 21/07/2022.

<sup>131</sup> JÚNIOR, Humberto Theodoro. *O contrato e sua função social*, 3ª edição. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2008, p. 21.

<sup>132</sup> *Ibidem*, p. 23.

<sup>133</sup> MENKE, Fabiano. A interpretação das cláusulas gerais: A Subsunção e a concreção dos conceitos. *Revista da AJURIS*, n. 106, p 69-94, 2006.

<sup>134</sup> MARTINS-COSTA, Judith. O direito privado como um "sistema em construção": as cláusulas gerais no projeto do código civil brasileiro, p. 08. Disponível em <<https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/383/r139-01.pdf?sequence=4>>. Acesso em 21/07/2022.

[...] constituem as janelas, pontes e avenidas dos modernos códigos civis. Isso porque conformam o meio legislativamente hábil para permitir o ingresso, no ordenamento jurídico codificado, de princípios valorativos, ainda inexpressos legislativamente, de standards, máximas de conduta, arquétipos exemplares de comportamento, de deveres de conduta não-previstos legislativamente (e, por vezes, nos casos concretos, também não-advindos da autonomia privada), de direitos e deveres configurados segundo os usos do tráfico jurídico, de diretivas econômicas, sociais e políticas, de normas, enfim, constantes de universos metajurídicos, viabilizando a sua sistematização e permanente ressystematização no ordenamento positivo.<sup>135</sup>

Dentre as cláusulas gerais que assumem preponderância no atual Diploma Legal, destacam-se os bons costumes, a função social do contrato, a própria boa-fé objetiva e a ilicitude estampada no art. 187 do Código Civil. Por ora, o objetivo desta tese é ampliar a discussão e aprofundar a análise a respeito das expectativas objetivadas dos contratantes e, na sequência, ingressaremos no exame da cláusula geral da ilicitude.

Nesse diapasão, uma das visões mais reprisadas na doutrina concerne aos ensinamentos de Clóvis do Couto e Silva, o qual qualificava a boa-fé como “dever de consideração para com o *alter*”<sup>136</sup>, portanto, trata-se de mandamento de consideração que as partes precisam ter uma com a outra.

Desde sua inspiração no Código Civil Alemão (BGB), a boa-fé objetiva é vista como regra de conduta a demandar honestidade, retidão e lealdade<sup>137</sup>, de forma a elevar as expectativas legitimamente geradas ao primar pela manutenção de um cerne de confiança e, com efeito, desvia-se de seus ideais os comportamentos oportunistas que não seguem esse liame.

De igual forma, a boa-fé objetiva é norma de interpretação e integração dos contratos que limita o exercício de direitos subjetivos, bem como apresenta-se como fonte autônoma de direitos, deveres e pretensões às partes contratantes, assim dela exsurgem deveres anexos, laterais ou instrumentais, ainda que não tenham sido convencionados entre as partes nos instrumentos contratuais.<sup>138</sup>

---

<sup>135</sup> Ibidem, p. 06-07.

<sup>136</sup> SILVA, Clóvis Veríssimo do Couto e. A obrigação como Processo. Rio de Janeiro: FGV, 2006, p. 33.

<sup>137</sup> MARTINS-COSTA, Judith. O direito privado como um "sistema em construção": as cláusulas gerais no projeto do código civil brasileiro, p. 14. Disponível em <<https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/383/r139-01.pdf?sequence=4>>. Acesso em 21/07/2022.

<sup>138</sup> Ibidem, p. 15.

De maneira resumida, a boa-fé objetiva está implícita a todas as relações sociais e traduz deveres de proteção, cuidado, previdência e segurança com a pessoa e os bens da contraparte; de colaboração para o correto adimplemento do contrato; de informação, aviso e aconselhamento; e os de omissão e segredo.<sup>139</sup>

Adicionalmente, sob a ótica da teoria “obrigação como processo”, apresentada por Couto e Silva, referidos deveres anexos, laterais ou instrumentais passam a integrar a relação obrigacional e formam um “ângulo de totalidade”<sup>140</sup> que necessitam ser valorados na análise das condutas e comportamentos das partes.

Os deveres instrumentais aqui examinados estão relacionados a uma identidade finalística, constituindo o complexo conteúdo da relação que se unifica funcionalmente, de forma a auxiliar a consecução dos fins contratuais.<sup>141</sup>

Como a motivação das partes através da inserção da cláusula do *earn-out* coaduna para uma crença mútua de valorização do preço das participações societárias e de uma melhora na *performance* da empresa adquirida<sup>142</sup>, a boa-fé-objetiva deve atuar para conformar as condutas das partes segundo tal orientação, a qual apresenta-se como a legítima expectativa dos contratantes e a finalidade da cláusula pactuada<sup>143</sup>.

Para fins de melhor compreensão acerca da função da boa-fé objetiva e do conteúdo abordado neste tópico, transcreve-se trecho de Daniel Ustárroz:

Da boa-fé decorre deveres de lealdade entre os participantes da relação, agora vistos ambos como co-responsáveis pelo correto adimplemento. Três, pois, as funções da cláusula geral, a saber: (a) auxiliar a interpretação dos negócios jurídicos, tendo como norte as expectativas que esse gerava nas partes; (b) a formação de deveres laterais (*nebenpflichten*) que se somam aos primários elencados no contrato, com o fito de salvaguardar a higidez patrimonial dos sujeitos contra atos do alter; e (c) a limitação do exercício de direitos subjetivos, com forma de permitir que o trato alcance os fins colimados por sua celebração.

Presta-se, por isso, a boa-fé objetiva para tutelar as justas expectativas das partes com a relação negocial, impondo a ambos sujeitos o dever de cooperação e a abstenção da prática de atos lesivos aos legítimos interesses

<sup>139</sup> Ibidem, p. 15.

<sup>140</sup> SILVA, Clóvis Veríssimo do Couto e. *A obrigação como Processo*. Rio de Janeiro: FGV, 2006, p. 20.

<sup>141</sup> MARTINS-COSTA, Judith. O direito privado como um "sistema em construção": as cláusulas gerais no projeto do código civil brasileiro, p. 15. Disponível em <<https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/383/r139-01.pdf?sequence=4>>. Acesso em 21/07/2022.

<sup>142</sup> ZORDAN PIVA, Luciano. *O Earn-Out na Compra e Venda de Empresas*. Editora Quartier Latin, 2019. p. 136.

<sup>143</sup> Ibidem, p. 174.

do par. Protege-se, enfim, a confiança entre os negociantes, que podem contar com um comportamento correto de seu companheiro durante todo o iter obrigacional, nas fases pré e pós negociais, inclusive.<sup>144</sup>

Por fim, é inolvidável que a boa-fé objetiva emite comando visando à proteção de situação de confiança, todavia, o que fazer quando as declarações de vontade desvirtuam a própria finalidade pela qual houve a inserção do *earn-out*? Isso significa dizer, a título exemplificativo, que as declarações negociais convencionadas dão poderes elevados a um contratante, de forma a dificultar ou quase impossibilitar a verificação das metas predeterminadas.

Sobre a questão, é de se dizer que o princípio do *pacta sunt servanda* vem perdendo força nos últimos tempos a partir da maior relevância que as cláusulas abertas têm assumido desde o Código Civil de 2002, a exemplo da boa-fé objetiva que pode atuar a corrigir condutas oportunistas ou cláusulas que desnivalem em demasia a posição dos contratantes.

Curial apontar que as declarações de vontade inscritas no contrato de compra e venda não podem ter valor maior na hermenêutica contratual em comparação à finalidade de inserção da cláusula de complemento de preço, sob pena de violação ao racional econômico do negócio jurídico e sua função econômico-social.<sup>145</sup>

No mesmo sentido, aponta Judith Martins-Costa que a “complexividade” da boa-fé hermenêutica não se esgota pela intenção consubstanciada em determinada declaração. Há de se valorar, de igual modo, outros *standards* e cânones interpretativos – a exemplo da totalidade hermenêutica, o da finalidade contratual, o comportamento das partes – todos os quais devem atuar conjuntamente em prol da interpretação contratual.<sup>146</sup>

Dessa forma, é possível aferir que os comportamentos irregulares das partes e as declarações de vontade que desvirtuem os fins da cláusula de *earn-out* devem ser devidamente corrigidos sob a ótica do princípio da boa-fé objetiva, o qual atuará para adequá-los à finalidade e à utilidade lícita que os contratantes deveriam legitimamente esperar do negócio jurídico.<sup>147</sup>

---

<sup>144</sup> USTÁRROZ, Daniel. O contrato no novo código civil. In Revista Síntese de Direito Civil e Processual Civil. Porto Alegre, Síntese, v. 4, set./out. 2002. p. 153.

<sup>145</sup> ZORDAN PIVA, Luciano. O Earn-Out na Compra e Venda de Empresas. Editora Quartier Latin, 2019. p. 189.

<sup>146</sup> MARTINS-COSTA, Judith. A boa-fé no direito privado: critérios para sua aplicação. São Paulo. Saraiva Educação, 2018. Pg. 489.

<sup>147</sup> MARTINS-COSTA, Judith. A Boa-Fé no Direito Privado: critérios para sua aplicação. São Paulo: Marcial Pons, 2015. p. 465.

Além do mais, insta mencionar que Maria Cláudia Cachapuz reconhece que o conceito de totalidade concreta por ela abordado tem por uma das consequências a “flexibilização dos limites traçados às relações jurídicas”<sup>148</sup>, prática que se demonstra especialmente importante quando os padrões de conduta ocorrem em desobservância com o esperado segundo a boa-fé objetiva e a finalidade econômico-social do negócio jurídico.

O egrégio Superior Tribunal de Justiça já teve a oportunidade de decidir a respeito da mitigação do princípio do *pacta sunt servanda*, de forma a determinar a revisão de cláusulas contratuais em nome de cláusulas gerais presentes em nosso ordenamento jurídico como a boa-fé objetiva, o dirigismo contratual e a função social do contrato, tal como se vê da ementa ilustrativa que segue abaixo:

AGRAVO INTERNO NO AGRAVO EM RECURSO ESPECIAL. **PACTA SUNT SERVANDA. POSSIBILIDADE DE MITIGAÇÃO.** PRECEDENTES. DESCUMPRIMENTO CONTRATUAL. CULPA EXCLUSIVA DA CONSTRUTORA. SÚMULAS 5 E 7/STJ. DIREITO À RESTITUIÇÃO INTEGRAL DAS PARCELAS. ENTENDIMENTO CONSOLIDADO NO STJ. DANO MORAL. OCORRÊNCIA. SÚMULA 7/STJ. AGRAVO DESPROVIDO.  
 1. A jurisprudência desta Corte Superior é firme no sentido de que o princípio do *pacta sunt servanda* pode ser relativizado, principalmente diante dos princípios da boa-fé objetiva, da função social dos contratos e do dirigismo contratual.  
 (...)
 5. Agravo interno desprovido.<sup>149</sup>

Portanto, há uma linha teórica amparada pelo posicionamento dos tribunais superiores que nos permite afirmar a possibilidade de adequarmos as condutas oportunistas e as declarações negociais que refogem aos fins do *earn-out* com vistas ao princípio da boa-fé objetiva.

### **3.2 APLICAÇÃO DA BOA-FÉ OBJETIVA À LUZ DOS COMANDOS DO CÓDIGO CIVIL**

<sup>148</sup> CACHAPUZ, Maria Cláudia. O conceito de totalidade concreta aplicado ao sistema jurídico aberto. Revista da AJURIS, Porto Alegre, v. 180 a 185, p. 108-153, nov. 1997.

<sup>149</sup> Superior Tribunal de Justiça, Agravo Interno no Agravo em Recurso Especial 1214641 / AM. Relator Ministro Marco Aurélio Bellizze, julgado em 13/03/2018.

Situados estrategicamente nas disposições gerais dos negócios jurídicos do Código Civil de 2002, os arts. 112 e 113 são considerados os “cânones hermenêuticos gerais dos negócios jurídicos privados”<sup>150</sup>.

Como ponto de partida, insta mencionar que os dispositivos suprarreferidos tratam-se de regras jurídicas de interpretação que balizam a atuação do intérprete com vistas ao caso concreto, portanto, isoladamente considerada a boa-fé objetiva não promove adequadamente a função hermenêutica do negócio jurídico, haja vista pressupor regras legais e contratuais, além de *standards* e modelos jurídicos, os quais conjuntamente auxiliam a criação e desenvolvimento de soluções para certo litígio submetido à apreciação.<sup>151</sup>

Explicitado que não pode haver uma dissociação entre a boa-fé objetiva e o caso concreto em que se almeja solução, a proposição do art. 112<sup>152</sup> determina a busca da *intenção consubstanciada na declaração negocial*, a qual terá prevalência na interpretação contratual ao sentido literal da linguagem.

Isso não significa dizer que o sentido literal da linguagem não possui importância na hermenêutica jurídica, sobretudo se considerarmos que ele é o ponto de partida para interpretação dos negócios jurídicos, todavia, ressalta-se a prevalência do *sentido sistemático e contextual*.<sup>153</sup>

Cumprido informar ser positivamente equivocado atribuir a qualquer preceito legal ou cláusula contratual um valor isolado, despreendido do conjunto contratual<sup>154</sup>, prática desprivilegiada pelos tribunais em prol da interpretação sistemática contratual, de maneira a valorizar a intenção comum contida na integralidade da declaração negocial, a boa-fé objetiva, ligada à valoração da conduta das partes e do fim econômico do negócio jurídico.

A respeito do tema, ilustra o voto da Ministra Nancy Andrighi:

A interpretação do contrato não pode ser feita pela análise isolada de uma ou outra cláusula. A exegese deve ser sistemática, abrangendo todo o seu conteúdo, e encadeada com os motivos que justificaram a sua celebração, de sorte que, se o contrato não estiver alcançando seus objetivos, as

---

<sup>150</sup> MARTINS-COSTA, Judith. A boa-fé no direito privado: critérios para sua aplicação. São Paulo. Saraiva Educação, 2018. p. 490.

<sup>151</sup> Ibidem, p. 491.

<sup>152</sup> Art. 112. Nas declarações de vontade se atenderá mais à intenção nelas consubstanciada do que ao sentido literal da linguagem.

<sup>153</sup> MARTINS-COSTA, Judith. A boa-fé no direito privado: critérios para sua aplicação. São Paulo. Saraiva Educação, 2018. p. 500.

<sup>154</sup> Ibidem, p. 501.

condições nele definidas, sobretudo aquelas que restrinjam direitos, haverão de ser interpretadas à luz dessa realidade.<sup>155</sup>

Diante dessas lições, corrobora-se a visão que as partes não devem fixar no contrato de compra e venda declarações negociais isoladas que desvirtuem a ótica finalística da cláusula de *earn-out*, o que elevam as chances dos intérpretes serem chamados para solucionar conflitos, ocasião em que deverão considerar os mandamentos do princípio da ultraliteralidade estampado no art. 112 do Código Civil, bem como deverão respeitar os riscos que as partes deveriam legitimamente esperar do negócio jurídico.

Em sequência, atua na efetivação do princípio da ultraliteralidade<sup>156</sup> a diretriz hermenêutica prevista no art. 113<sup>157</sup> do Código Civil, por meio da qual o intérprete é remetido ao exame da declaração negocial sob o aspecto do seu *contexto fático e normativo*, de forma a contrastar a manifestação de vontade com o padrão de conduta segundo a boa-fé<sup>158</sup>.

A importância do art. 113 do Diploma Legal é tamanha que um dos autores de seu anteprojeto o qualificou como “o cerne em torno do qual girou a alteração de nossa Lei Civil<sup>159</sup>”, compreendo-o como condicionante e legitimador para a interpretação das cláusulas contratuais até as suas últimas consequências<sup>160</sup>, bem como auxilia a análise objetiva das normas estipuladas no pacto negocial.

A função hermenêutica remetida pelo art. 113 do Código Civil deve ser feita com vistas à finalidade econômico-social do negócio, a qual foi assim definida por Judith Martins-Costa em relação à cláusula do *earn-out*:

[...] a finalidade econômico-social (<<causa>>) do Earn Out é 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. Proporciona-se ao alienante, o justo preço pelas quotas ou ações alienadas; a justa retribuição financeira pelo seu esforço empresarial. Serve para mitigar

<sup>155</sup> STJ. REsp 1250596/SP. Terceira Turma. Relatora Min. Nancy Andrighi. Julgamento em 03/11/2011, DJ em 16/11/2011.

<sup>156</sup> ZORDAN PIVA, Luciano. O Earn-Out na Compra e Venda de Empresas. Editora Quartier Latin, 2019. p. 167.

<sup>157</sup> Art. 113. Os negócios jurídicos devem ser interpretados conforme a boa-fé e os usos do lugar de sua celebração.

<sup>158</sup> MARTINS-COSTA, Judith. A boa-fé no direito privado: critérios para sua aplicação. São Paulo. Saraiva Educação, 2018. p. 502.

<sup>159</sup> REALE, Miguel. A boa-fé no Código Civil. *História do Novo Código Civil*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2005. p. 248.

<sup>160</sup> Ibidem.

a assimetria de informações e a divergência entre as expectativas possibilitando a própria realização do negócio.<sup>161</sup>

A doutrinadora ainda complementa mencionando que a boa-fé hermenêutica conferida pelo art. 113 do Diploma Civil direciona o intérprete na avaliação contratual ao sentido mais coerente com a finalidade que seria possível esperar daquele contrato particularmente considerado.<sup>162</sup>

No caso da cláusula do *earn-out*, como ambas as partes têm expectativas quanto à rentabilidade do negócio, *a priori*, deve haver uma comunhão de esforços em busca da verificação das metas predeterminadas, o que em nada se confunde com uma garantia de atingimento, servindo a boa-fé como elemento de interpretação das condições contratuais com norte em arquétipos elevados de comportamento que atuem como limite ao oportunismo<sup>163</sup>.

Quando confrontado com a apreciação de casos circunscritos à cláusula do *earn-out*, deverá o intérprete, impositivamente, por se tratar de norma de ordem pública cognoscível *ex officio*, contrastar a conduta das partes no caso concreto com os *standards* comportamentais segundo a boa-fé, quais sejam: uma conduta leal, proba, cooperativa com o alter em vista dos fins visados pelo negócio e das expectativas legitimamente geradas pela sua pactuação<sup>164</sup>.

Outro problema corriqueiro que os intérpretes do direito podem enfrentar diz respeito a eventuais lacunas deixadas pelas partes, as quais podem gravitar em torno de uma incompletude no tocante à alocação de poderes, falta de endereçamento no instrumento contratual das métricas e diretrizes contábeis que viabilizem a identificação da verificação (ou não) das metas predeterminadas. De modo geral, tais omissões revelam um descuido quanto aos cuidados necessários à elaboração do contrato.

Por meio da função hermenêutica dos arts. 112 e 113 do Código Civil, permite-se uma integração contratual apta a suprir ou, ao menos, mitigar os problemas decorrentes um negócio jurídico lacunoso, de maneira a preservar o negócio jurídico com alterações que legitimam sua continuidade.

---

<sup>161</sup> MARTINS-COSTA, Judith. A boa-fé no direito privado: critérios para sua aplicação. São Paulo. Saraiva Educação, 2018. p. 504.

<sup>162</sup> Ibidem, p. 507.

<sup>163</sup> Ibidem, p. 505.

<sup>164</sup> Ibidem, p. 511.

A prática acima discorrida trata-se da interpretação integrativa dos contratos, a qual restou assim definida pelo italiano Emilio Betti:

A chamada interpretação integrativa versa sobre os pontos do regulamento negocial, que, mesmo não tendo sido abrangidos pela fórmula, que permaneceu inadequada, estão compreendidos na ideia que ela exprime e, portanto, continuam sendo enquadrados no conteúdo do negócio. Os pontos a serem questionados durante a interpretação ainda são inferidos pela totalidade da declaração, avaliada com base na boa-fé, nos usos sociais etc., e, nesse sentido, são inteligíveis e reconhecíveis pelas próprias partes.<sup>165</sup>

Nesse sentido, deparando-se com uma inexistência de regra essencial à consecução da cláusula do *earn-out*, incumbe ao intérprete promover sua criação em atenção à sua finalidade e aos riscos distribuídos pelas partes no próprio contrato<sup>166</sup>, atuando a boa-fé como elemento integrativo essencial ao determinar observância às expectativas legítimas dos contratantes.

Finalmente, o presente trabalho não pode deixar de valorizar o comando legislativo do art. 187 do Código Civil<sup>167</sup>, função hermenêutica compreendida como cláusula geral da ilicitude que implica no limite ao oportunismo das partes quando da execução da cláusula do *earn-out*, dispositivo categorizado na doutrina como “metro para aferição da licitude no exercício de direitos derivados de negócios jurídicos”<sup>168</sup>.

A aplicação do dispositivo pelo intérprete está ligada a uma concepção de ilicitude objetiva, ou seja, aquela que independe da aferição de culpa, sendo que a ilicitude no modo de exercício das posições jurídicas (poderes, liberdades, pretensões e faculdades) deve ser verificada sob o caso concreto quando nos deparamos com deturpação “aos valores axiológicos fundamentais do sistema jurídico”<sup>169</sup>, nunca abstratamente.

Como destacado acima, a ilicitude reside na forma de exercício de direitos, cujo exame deve ser realizado à casuística com base na “análise da conduta humana a

<sup>165</sup> BETTI, Emilio. Interpretação da lei e dos atos jurídicos: teoria geral e dogmática; tradução Karina Jannini; a partir da segunda edição revista e ampliada por Giuliano Crifò; revisão técnica Denise Agostinetti. São Paulo: Martins Fontes, 2007. p. 376-377.

<sup>166</sup> ZORDAN PIVA, Luciano. O Earn-Out na Compra e Venda de Empresas. Editora Quartier Latin, 2019. p. 185.

<sup>167</sup> 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.

<sup>168</sup> MARTINS-COSTA, Judith. A boa-fé no direito privado: critérios para sua aplicação. São Paulo. Saraiva Educação, 2018. p. 45.

<sup>169</sup> Ibidem, p. 670.

partir das condições fáticas e jurídicas impostas pela realidade do caso”<sup>170</sup>, tal como assevera Maria Cláudia Cachapuz:

[...] Tal violação – pela perspectiva de manifestação de uma contrariedade ao Direito – só pode ser compreendida quanto à normatização prevista no art. 187 e a partir do exame concreto posto. A violação só existe porque identificada uma situação concreta que, decorrendo de um conflito de liberdades, pode resultar numa restrição de liberdade à conduta de alguém.<sup>171</sup>

De modo geral, há uma primazia no art. 187 do Diploma Civil que as posições jurídicas ocorram em conformidade com o fim econômico-social, a boa-fé e os bons costumes, bem como representa uma vedação ao abuso de direito por caracterizar situação em que se opera o desvio a padrões de lealdade e probidade, assim revelando um uso desmedido dos poderes contratuais.<sup>172</sup>

No mesmo sentido, corrobora Maria Cláudia Cachapuz:

Para que se compreenda o sentido de tutela à exclusividade e à situação de experiência singular pressuposta ao indivíduo, é fundamental que os elementos da boa-fé, dos bons costumes e do fim econômico e social sejam analisados, do ponto de vista externo, como condicionantes à própria possibilidade de restrição a uma liberdade subjetiva, quando visualizado o conflito prático de interesses. O que o art. 187 do Código Civil determina é que, para a caracterização de uma ilicitude, torna-se essencial examinar em que medida restou ameaçada a confiança depositada pelo indivíduo numa relação de convivência, para análise de seu impulso de auto-exposição e da extensão do seu querer aparecer (boa-fé). É uma confiança que se fará determinada, igualmente, por dados empíricos da tradição (bons costumes) e das características especiais e determinadas pelo caso concreto trazido à apreciação do intérprete (fim econômico e social).<sup>173</sup>

Impende mencionar que o art. 187 do Código Civil não se restringe unicamente à figura do abuso de direito em que há o exercício desmedido de direito subjetivo, o que é especialmente importante quando abordamos a cláusula do *earn-out*, em que a ilicitude no modo de exercício de direito, via de regra, está relacionada com um exercício disfuncional da posição jurídica, isto é, um dos contratantes utiliza-se de

<sup>170</sup> CACHAPUZ, Maria Cláudia. A ilicitude e as fontes obrigacionais: análise do art. 187 do novo Código Civil brasileiro. In: MENDES, Gilmar Ferreira; STOCO, Rui (org.). Doutrinas essenciais: Direito Civil parte geral, Volume IV, atos, fatos, negócios jurídicos e bens. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2011, p. 788.

<sup>171</sup> Ibidem, p. 787.

<sup>172</sup> MARTINS-COSTA, Judith. A boa-fé no direito privado: critérios para sua aplicação. São Paulo. Saraiva Educação, 2018. p. 670.

<sup>173</sup> CACHAPUZ, Maria Cláudia. A ilicitude e as fontes obrigacionais: análise do art. 187 do novo Código Civil brasileiro. In: MENDES, Gilmar Ferreira; STOCO, Rui (org.). Doutrinas essenciais: Direito Civil parte geral, Volume IV, atos, fatos, negócios jurídicos e bens. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2011, p. 795.

condutas oportunistas que desvirtuam-se da finalidade econômico-social do negócio jurídico.

A ilicitude apontada pelo dispositivo supracitado disciplina sobre o desequilíbrio do exercício de posições jurídicas pela caracterização da conduta ilícita em si mesma, a qual somente poderá ser aferida através da análise de conflito de liberdades em que denota-se a ocorrência da restrição da liberdade subjetiva dos indivíduos apta a gerar obrigações civis.<sup>174</sup>

Um dos elementos centrais da ilicitude vislumbrada no atual Código Civil reside no “estabelecimento de uma obrigação proibitiva ao exercício de determinada posição jurídica”<sup>175</sup>, portanto, existe uma limitação no modo de exercício das condutas humanas pelas partes contratantes, cuja atuação desmedida ou disfuncional pode vir a ensejar caso de responsabilização objetiva daquele que não respeitou tal obrigação.

Em apertado resumo, o esperado é que a atuação das partes em determinada situação de conflito de liberdades atenda ao que compreendemos por fim econômico ou social do negócio jurídico, aos bons costumes e à boa-fé objetiva, sendo esta última uma espécie de “ponte entre o caso concreto e a normatividade”<sup>176</sup> e funcionando como “mandamento de respeito à recíproca confiança incumbente às partes contratantes”<sup>177</sup>, de forma a não permitir que o contrato atinja finalidade oposta ou divergente daquela para a qual foi criado.

O sistema jurídico pátrio repele de maneira enfática as situações de abuso de direito, sobretudo amparado nas cláusulas gerais que o estruturam, elucidando o tema as seguintes lições de Ana Paula Forgioni:

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 repellido pelo sistema de direito comercial, ainda com base nos arts. 187 e 422.<sup>178</sup>

<sup>174</sup> CACHAPUZ, Maria Cláudia. A ilicitude e as fontes obrigacionais: análise do art. 187 do novo Código Civil brasileiro. Editora Revista dos Tribunais, 2005, vol. 838. p. 114-129.

<sup>175</sup> Ibidem.

<sup>176</sup> Ibidem.

<sup>177</sup> MARTINS-COSTA, Judith. A boa-fé no direito privado: sistema e tópica no processo obrigacional. São Paulo, Revista dos Tribunais, 1999, p. 436.

<sup>178</sup> FORGIONI, Paula A. *A Evolução do Direito Comercial Brasileiro: da mercancia ao mercado*. São Paulo: RT, 2009, p. 134.

Diante dos ensinamentos acima observados, em primeiro lugar, curial apontar que a inserção da cláusula de *earn-out* não tem o condão de criar a obrigação de verificação das metas predeterminadas, mas sim, a partir de uma leitura conjunta do art. 187 do Código Civil e a função hermenêutica da boa-fé, impõe “limites às condutas das partes quando o exercício jurídico do *earn-out* revelar aproveitamento oportunista (desleal) de uma situação de assimetria”<sup>179</sup>.

---

<sup>179</sup> ZORDAN PIVA, Luciano. O Earn-Out na Compra e Venda de Empresas. Editora Quartier Latin, 2019. p. 179.

#### 4 A LITIGIOSIDADE NA EXECUÇÃO DO EARN-OUT

É pauta corrente na doutrina os riscos de inserção da cláusula de *earn-out* nos contratos de compra e venda de participações societárias, razão pela qual muitos pensadores advogam contra sua utilização ou, ao menos, tem restrições quanto a sua aplicação.<sup>180</sup>

Apesar do mecanismo aqui estudado efetivamente elevar as chances de um litígio futuro entre os contratantes, a realidade atual aponta para um crescimento no número de operações de fusões e aquisições<sup>181</sup> e, com isso, as dificuldades de fechamento dos negócios podem ser superadas através da inserção da cláusula de *earn-out*, condicionando-se o pagamento de parcela do negócio à verificação de metas predeterminadas.

Como antevisto, a assimetria informacional entre comprador e vendedor, além da acurácia (ou não) das declarações do *seller side* a respeito do desempenho futuro da empresa adquirida, elas são mais bem compatibilizadas e verificadas, respectivamente, com norte no possível preenchimento de eventos futuros, reveladores de uma possibilidade jurídica.

Portanto, a cláusula de complemento de preço trata-se de “ponte” para alinhar expectativas de comprador e vendedor quanto ao preço da empresa-alvo<sup>182</sup>, cuja a qual está envolta a uma litigiosidade intrínseca que pode ser visualizada através de lacunas no contrato de compra e venda; descuido com os cuidados necessários à elaboração do instrumento negocial; condutas que embora permitidas pelas declarações de vontade desvirtuam a finalidade econômico-social do negócio jurídico; comportamentos oportunistas.

Além do mais, ainda que as partes tenham previamente avençado um plano de ação e, de igual forma, tenham buscado contemplar todos os cuidados necessários à redação de um contrato de compra e venda de participações societárias com cláusula de preço contingente, ainda assim, não é possível nos olvidarmos sobre a

---

<sup>180</sup> ADEL, Robert. “Earn-Outs: Don’t Trade a Handshake Today for a Lawsuit Tomorrow”. In: *Orange County Business Journal*. Set./2013.

<sup>181</sup> Nesse sentido, apontam os dados divulgados por estudos recentes, tal como o levantado na pesquisa da “IstoÉDinheiro” que indica aumento de 47% nas operações de M&A no primeiro semestre de 2022 comparado ao mesmo período do ano passado. Disponível em <<https://www.istoedinheiro.com.br/fusoes-e-aquisicoes-crecem-quase-50-no-primeiro-trimestre-entenda/>>.

<sup>182</sup> ZORDAN PIVA, Luciano. O Earn-Out na Compra e Venda de Empresas. Editora Quartier Latin, 2019. p 76.

dinamicidade das relações e a “natural incompletude dos contratos”<sup>183</sup>, esta que aponta para a “impossibilidade de se prever todos os conflitos que ocorrerão no futuro”<sup>184</sup>.

A conjuntura dos conflitos decorrentes da cláusula do *earn-out* é mais bem observada quando realizamos uma distinção básica estruturada em dois grupos, quais sejam: (i) não houve atingimento das metas predeterminadas e o vendedor acredita que a verificação foi frustrada ou impedida por algum comportamento imputado ao comprador e; (ii) operou-se a verificação das metas predeterminadas, no entanto, o comprador recusa o pagamento do complemento de preço em vistas a algum fato imputado ao vendedor.<sup>185</sup>

Sobre o primeiro grupo suprarreferido, Luciano Zordan Piva elenca os principais argumentos defendidos pelos vendedores quando procuram imputar comportamento inadequado pelos compradores, são eles:

[...] (i) falta de poder de gestão suficiente aos vendedores; a (ii) alterações abruptas e inesperadas na gestão com relação a produtos vinculados ao *earn-out*; e à (iii) inexistência de esforços razoáveis do comprador para atingimento das metas condicionadas ao *earn-out*.<sup>186</sup>

Por sua vez, no que tange ao segundo grupo de casos, isto é, aqueles em que há a verificação das metas mas o comprador recusa o seu adimplemento, o mesmo doutrinador elencou as seguintes razões preponderantes para tal comportamento:

[...] (i) há uma conduta ilícita do vendedor *antes* do curso de execução da cláusula; (ii) *durante* o período de execução da cláusula (*earn-out* period); ou (iii) a conduta ilícita ocorre após o período do *earn-out*, acarretando discussão na hipótese de o comprador já ter pago o preço contingente.<sup>187</sup>

Em que pese as lições deste trabalho também se apliquem à análise das condutas ilícitas *antes* do curso de execução da cláusula ou *após* o período do *earn-out*, o estudo de casos exposto nos próximos itens tem por objeto o exame de conflitos submetidos aos tribunais *durante* o período de execução da cláusula de *earn-out*.

---

<sup>183</sup> Ibidem, p. 183.

<sup>184</sup> Ibidem, p. 183.

<sup>185</sup> Ibidem, p. 136.

<sup>186</sup> Ibidem, p. 136/137.

<sup>187</sup> Ibidem, p. 137.

Novamente, impende ressaltar a importância da boa-fé objetiva, princípio de incidência e observância obrigatória desde a fase pré-negocial até a fase pós-contratual, tal como nos ensina Orlando Gomes:

A boa-fé enquanto fonte geradora de deveres encontra-se presente no art. 422 do Código Civil (“Os contratantes são obrigados a guardar, assim na conclusão do contrato, como em sua execução, os princípios de probidade e boa-fé”). Não obstante o dispositivo mencionar apenas a conclusão e a execução do contrato, é certo que a boa-fé cria deveres anexos também na fase pré-contratual, isto é, naquele período de negociações preliminares e tratativas que antecedem a conclusão do contrato, bem como na fase pós-contratual (*boa-fé post pactum finitum*).<sup>188</sup>

Diante da indisponibilidade dos julgamentos sobre a matéria nos tribunais pátrios, considerando a regra da confidencialidade dos atos na arbitragem, buscar-se-á a releitura de dois casos apreciados por tribunais norte-americanos com a realização das adaptações necessárias para verificação de como poderia ser o resultado da lide se as demandas fossem julgadas no Brasil.

A atividade buscará conectar-se com a função hermenêutica da boa-fé e todo o substrato teórico que embasou este trabalho, de forma a propiciar uma solução mais condizente com o modo que os tribunais pátrios deveriam proceder no seu exame.

#### **4.1 ESTUDO DE CASO: *O’Tool vs. Genmar Holdings, Inc.***

O presente caso enquadra-se dentre aqueles em que as metas predeterminadas não foram atingidas (ao menos em sua integralidade), no entanto, com base em alegação de violação contratual e tortuosos comportamentos do comprador, a família O’TOOL ingressou com demanda judicial em face da GENMAR HOLDINGS, INC.

Em apertado resumo, a família O’TOOL tinha sua empresa de barcos recreacionais denominada de HORIZON HOLDINGS, LLC (HORIZON MARINE LC), com forte influência na Região Sul dos Estados Unidos, e, no ano de 1998, a GENMAR HOLDINGS, INC., maior produtora mundial de barcos recreacionais à época voltados especialmente a pescadores da Região Norte, adentrou em negociações que tinham

---

<sup>188</sup> GOMES, Orlando. Contratos. Rio de Janeiro: Forense, 2007, p. 45.

por intuito a ampliação do *market share* e, de igual modo, visavam à facilitação na inserção dos produtos da GENMAR no mercado.

A operação de aquisição societária foi concluída com sucesso, seguindo abaixo os detalhes do acordo ajustado entre as partes: (1) parcela fixa de dois milhões e trezentos mil dólares e (2) parcela variável de aproximadamente três milhões de dólares atrelada à venda de barcos, trailers e outro acessórios da marca HORIZON, de forma que o valor global da operação poderia atingir cinco milhões e duzentos mil dólares.

Ainda, necessária menção que o negócio deu ensejo à criação de uma subsidiária, GENMAR MANUFACTURING OF KANSAS, LLC (GMK), a qual assumiu todos os ativos e as responsabilidades da empresa adquirida (HORIZON).

Ficou também acertada a permanência dos principais gestores da HORIZON na GMK, como o fundador daquela (SR. PEPPER) na condição de presidente, bem como foram estendidas funções administrativas a sua filha e a seu genro. Ademais, a consecução das metas parecia tarefa bastante plausível se considerarmos que os executivos da GENMAR asseguram que os barcos da HORIZON seriam os “campeões de venda da GMK”.

Todavia, a realidade acabou desviando-se das legítimas expectativas que os vendedores tinham atribuído ao negócio jurídico. Em primeiro lugar, houve a renomeação dos barcos da marca HORIZON para NOVA. *A posteriori*, houve uma despriorização dos mesmos em nome da produção dos barcos *Ranger* e *Crestliner*, ambos modelos desvinculados aos produtos do *earn-out*.

Inclusive, a GENMAR emitiu orientações para que o SR. PEPPER direcionasse todos os esforços de engenharia na GMK para o desenvolvimento de quinze novos designs do barco *Ranger*, prática que demandou enorme desafio operacional e elevado dispêndio de gastos. Ademais, verificou-se necessidade de contratação de vários profissionais inexperientes.

De maneira geral, a família O'TOOL entendeu que o conjunto das ações da GENMAR frustraram e prejudicaram a realização do *earn-out*, sublinhando em especial as seguintes medidas: (1) a renomeação da marca dos barcos de HORIZON para NOVA; (2) a imediata mudança de enfoque com a despriorização dos barcos da HORIZON/NOVA (vinculados ao *earn-out*) em prol da produção do *Ranger* e *Crestliner* (desvinculados ao *earn-out*); (3) os custos de design e produção dos novos barcos da *Ranger* deveriam ser arcados pela GMK; (4) insuficiência de poderes operacionais de

controle sobre a GMK para o SR. PEPPER; (5) descontinuação da linha de barcos da HORIZON/NOVA; (6) fechamento da fábrica da GMK antes do prazo de cinco anos que ficou ajustado o *earn-out*.

A GENMAR, a seu turno, refutou as alegações dos Requerentes suscitando que as medidas tomadas estavam contempladas nos termos do acordo firmado e, portanto, não haveria fundamento para uma condenação com base em violação a “*implied covenant of good faith and fair dealing*”.

No dia 02 de novembro de 2004, o caso foi levado a julgamento perante a Corte de Apelação do 10º Circuito, ocasião em que os julgadores entenderam haver ampla evidência demonstrando que a GENMAR atuou com “propósito desonesto” ou “design furtivo”, confirmando a alegação de violação a “*implied covenant of good faith and fair dealing*”<sup>189</sup>.

A “*implied covenant of good faith and fair dealing*” guarda similitudes com a boa-fé objetiva do direito pátrio, afinal de contas, ambas estão implícitas às relações negociais que desenvolvemos, tratando-se de princípios de observância obrigatória que visam prevenir uma parte de injustamente obter vantagens de outrem.

Ademais, ambas assumem a função de cláusula geral em seus respectivos sistemas, irradiando um dever de lealdade com relação aos propósitos comuns do negócio jurídico, bem como determinam uma consistência com as justas expectativas do outro contratante.

O entendimento da Corte vem a indicar que as condutas da GENMAR frustraram e impediram a verificação da cláusula de *earn-out*, sobretudo considerando uma despriorização dos produtos vinculados às metas predeterminadas, cujo objetivo da aquisição da HORIZON apontava para o desejo de remover potencial competidor do mercado<sup>190</sup>.

---

<sup>189</sup> [T]he law imposes a duty of good faith and fair dealing in every contract. This duty is a contract term implied by courts to prevent one party from unfairly taking advantage of the other party. This duty includes a requirement that a party avoid hindering or preventing the other party's performance. The implied covenant of good faith and fair dealing emphasizes faithfulness to an agreed common purpose and consistency for the justified expectations of the other party. The parties' reasonable expectations at the time of the contract formation determines the reasonableness of the challenged conduct. A violation of the implied covenant of good faith and fair dealing implicitly indicates bad faith conduct. Disponível em <<https://casetext.com/case/otool-v-genmar-holdings-inc>>. Acesso em 26/07/2022.

<sup>190</sup> For example, the district court noted that “ample evidence” was presented “that defendants had ulterior motives for acquiring Horizon., including the desire to remove a potentially significant competitor from the market and the desire to obtain a facility in the ‘southern’ market dedicated primarily to the production of Ranger boats. Disponível em <<https://casetext.com/case/otool-v-genmar-holdings-inc>>. Acesso em 26/07/2022.

Ao final, ficou reconhecida a violação ao acordo de aquisição societária, determinando-se a condenação da GENMAR em dois milhões e quinhentos mil dólares em favor dos Requerentes.

Se trasladarmos o caso acima narrado para a realidade brasileira, tenho firme entendimento que o resultado seria similar, isto é, com a prolação de sentença condenatória em favor da família O'TOOL.

Ao observarmos as condutas da GENMAR sob um “ângulo de totalidade”<sup>191</sup>, elas revelam uma continuidade de atos que não estão voltadas ao adimplemento da relação, mas sim objetivam mitigar e obstar a consecução das metas que deflagariam o pagamento do preço contingente.

As condutas dos compradores seguem padrão desviante a *standards* de probidade, retidão, lealdade e consideração para com o alter<sup>192</sup>, bem como estão desvinculadas à finalidade econômico-social de ajuste da cláusula, qual seja: cooperação mútua que tem por fins a melhor performance da empresa adquirida ligada à valorização das participações societárias<sup>193</sup>.

No caso *in exame*, é de se imaginar que os intérpretes do direito pátrio fundamentassem suas decisões com base nos arts. 187 e 129 do Código Civil, aquele elucidando a função hermenêutica da boa-fé como limite às condutas oportunistas e determinando observância às legítimas expectativas dos contratantes, enquanto o dispositivo alusivo às condições suspensivas coaduna para uma resposta prática no sentido de não permitir o comprador frustrar ou impedir as metas predeterminadas.

#### **4.2 ESTUDO DE CASO: *Yarborough vs. Devilbiss Air Power, Inc.***

De igual forma, o estudo de caso aqui realizado está enquadrado dentre aqueles em que as metas predeterminadas não foram atingidas em sua integralidade e, com base em alegação de fraude e violação ao dever implícito da boa-fé, ingressou LEWIS YARBOROUGH com demanda judicial em face da DEVILBISS AIR POWER, INC.

O relato fático gravita em torno da aquisição societária da EX-CELL MANUFACTURING COMPANY (empresa então de propriedade de LEWIS YARBOROUGH e

<sup>191</sup> SILVA, Clóvis Veríssimo do Couto e. A obrigação como Processo. Rio de Janeiro: FGV, 2006, p. 20.

<sup>192</sup> SILVA, Clóvis Veríssimo do Couto e. A obrigação como Processo. Rio de Janeiro: FGV, 2006, p. 30.

<sup>193</sup> ZORDAN PIVA, Luciano. O Earn-Out na Compra e Venda de Empresas. Editora Quartier Latin. 2019. p. 136.

ROBERT WILLIAMSON) pela DEVILBISS AIR POWER, INC. no ano de 1995, operação em que ficou consignado o pagamento de complemento de preço de hum milhão de dólares por ano em 1996, 1997 e 1998 se as vendas líquidas relevantes dos produtos vinculados ao *earn-out* ultrapassassem os oitenta e cinco milhões de dólares.

Referida hipótese efetivamente veio a se confirmar nos anos de 1996 e 1997, no entanto, em 1998 as vendas líquidas relevantes dos produtos vinculados ao *earn-out* não bateram os oitenta e cinco milhões de dólares, razão pela qual houve um pagamento menor nesta competência a título de complemento de preço.

Os Requerentes arguíram que o presidente da DEVILBISS, à época o SR. ALLEN, tinha conferido garantias verbais que haveria o pagamento de hum milhão de dólares a título de *earn-out* em cada um dos anos independentemente das vendas líquidas relevantes aferidas, argumento que foi recusado pela Corte ante o entendimento que as partes envolvidas eram “empresários sofisticados, representados por advogados experientes”, considerando ser irrazoável confiar em uma garantia oral que não foi inclusa nas subseqüentes versões contratuais.<sup>194</sup>

Como antevisto, o pagamento do *earn-out* estava condicionado às vendas para determinados clientes, dentre os quais constava a WALMART, INC. Todavia, no ano de 1998, a DEVILBISS decidiu por descontinuar as vendas para referido conglomerado e transferiu tal porção dos negócios para a SEARS, empresa que não era um dos clientes especificados, assim desvinculada do *earn-out*.

Nos olhos dos Requerentes, a migração foi prejudicial pois representou decréscimo na importância total das vendas líquidas relevantes alusiva às carteiras de clientes vinculadas ao *earn-out*, de forma que não foi possível a verificação das metas que deflagrariam o pagamento adicional de hum milhão de dólares em 1998.

A transferência repentina da porção dos negócios da WALMART (cliente contido nas provisões do *earn-out*) para a SEARS (desvinculado ao *earn-out*) ensejou a demanda fundada em violação ao dever implícito da boa-fé, este que implicaria em

---

<sup>194</sup> “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.”. Disponível em <<https://casetext.com/case/yarborough-v-devilbiss-air-power-inc>>. Acesso em 26/07/2022.

uma limitação da discricionariedade dos compradores no sentido de apenas permitir vendas embasadas na boa-fé, tal como exposto pelos Requerentes<sup>195</sup>.

Apesar de legítima a visão dos vendedores, fato é que os termos do contrato de compra e venda expressamente indicavam que a DEVILBISS teria “o direito, de a seu exclusivo critério, determinar os termos e as condições de toda e qualquer venda relevante, inclusive a decisão de fazer ou não as vendas”<sup>196</sup>.

No presente caso, a decisão prolatada pela Corte de Apelação do Oitavo Distrito aponta no sentido de que a DEVILBISS “expressamente e inequivocamente tinha contratado o poder absoluto acerca da decisão de realizar (ou não) as vendas, o que, na visão da Corte, buscava encerrar qualquer discussão como a ora apresentada nesta lide”<sup>197</sup>, de maneira que não foi reconhecida a alegação de violação ao dever implícito da boa-fé.

Apresentado o substrato fático e como a Corte norte-americana procedeu no julgamento, agora, cumpre verificar quais são as diretrizes a serem seguidas se o caso fosse levado à apreciação no Brasil, culminando, ao final, em resultado condizente com nossa realidade.

De imediato, venho externar posicionamento no sentido de que a declaração de vontade em que as partes conferem discricionariedade para a DEVILBISS decidir a respeito das vendas tem o condão de revelar um exercício disfuncional da posição jurídica, ou seja, gera aptidão para o surgimento de condutas oportunistas visando obstar ou impedir a verificação das metas do *earn-out*, desviando-se do fim econômico da cláusula, assim revelando situação de abuso de direito.

Por mais que as partes houvessem previamente atribuído a DEVILBISS o poder discricionário para deliberar acerca das vendas, tal situação não elide a existência de uma obrigação implícita e proibitiva ao modo de exercício da posição jurídica, tratando-se de uma restrição à liberdade subjetiva do contratante no sentido de que o comprador não pode subverter um mandamento recíproca confiança ao fazer

---

<sup>195</sup> “Mr. Yarborough and Mr. Williamson contend that the contract's implied covenant of good faith and fair dealing limits DeVilbiss's discretion and permits it to make or not make sales only in good faith.”. Disponível em < <https://casetext.com/case/yarborough-v-devilbiss-air-power-inc>>. Acesso em 26/07/2022.

<sup>196</sup> 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.". Disponível em < <https://casetext.com/case/yarborough-v-devilbiss-air-power-inc>>. Acesso em 26/07/2022.

<sup>197</sup> DeVilbiss expressly and unambiguously contracted for absolute power over its ability to make sales in order, we think, to foreclose exactly the kind of claim that the plaintiffs press in this case. Disponível em < <https://casetext.com/case/yarborough-v-devilbiss-air-power-inc>>. Acesso em 26/07/2022.

negócios com quem bem entender sem obediência ao racional econômico primado pela cláusula de *earn-out*.

No caso posto em questão, há de se ponderar que a liberalidade do comprador para decidir acerca das vendas não pode estar dissociada de uma avaliação das expectativas objetivadas dos vendedores, os quais já haviam recebido complemento de preço integral nos anos de 1996 e 1997 e caminhavam no mesmo sentido ao ano seguinte até uma mudança súbita de rumo com a transição para um cliente desvinculado do *earn-out*.

A análise do caso aponta para um resultado prático diverso sob a ótica do direito pátrio, o qual estaria alicerçado na mitigação do *pacta sunt servanda* em nome da boa-fé objetiva, vislumbrando situação de abuso de direito pelo exercício disfuncional da posição jurídica (uma vez divorciada da finalidade econômico-social do negócio jurídico), somado à frustração da legítima expectativa dos vendedores.

*In casu*, a base legal para a interpretação contratual tem por eixo central os arts. 187 e 422 do Código Civil, a partir dos quais é bem razoável a plausibilidade dos vendedores lograrem êxito em uma pretensão indenizatória se fosse manejada nos tribunais brasileiros, sobretudo com enfoque na mitigação do *pacta sunt servanda* em vistas à boa-fé objetiva, ao dirigismo contratual e à função social do contrato.

## 5 CONCLUSÃO

O atual cenário brasileiro releva um franco crescimento das operações de fusões e aquisições, o qual está acompanhado por inúmeros desafios enfrentados pelos advogados e consultores jurídicos para possibilitar o fechamento dos negócios, de maneira que a cláusula de *earn-out* surge como mecanismo apto a melhor equalizar as diferentes expectativas de comprador/vendedor a respeito do preço da empresa-alvo, condicionando o pagamento de parcela da transação à verificação de metas predeterminadas.

É bem verdade que a cláusula do *earn-out* não é a resposta adequada para a finalização de todas as operações de M&A, sobretudo quando o comprador não tem interesse em diferir parcela do preço a momento futuro, caso em que as partes deverão trabalhar para ajustar a estruturação do negócio na forma que melhor lhes convém.

Caso efetivamente se entenda que o ajuste da cláusula de *earn-out* é o mecanismo que melhor enquadre as diferentes visões dos contratantes, curial apontar que sua utilização (não raramente) é vista como o estopim para conflitos societários, de modo a ser essencial delimitar os poderes do vendedor no caso de sua permanência na empresa adquirida através de um plano de ação, além de estipular como serão geridos os produtos vinculados ao *earn-out*, tudo em nome de *cuidados necessários à elaboração do contrato* que podem prevenir contencioso futuro.

Apesar do fenômeno de padronização dos instrumentos contratuais, o qual tem por norte a replicação de modelos que já se provaram exitosos em pretéritas operações de M&A, destaca-se que a estruturação do preço é particular a cada negócio jurídico, portanto, não existem cláusulas de *earn-out* padronizadas. Estas atendem às especificidades de toda e qualquer operação.

Seja como for, é impossível que os contratos consigam prever a integralidade dos conflitos decorrentes da execução do *earn-out* ante a sua natural incompletude, bem como não é de se olvidar as chances em aparecer lacunas que demandarão uma integração contratual, ocasiões que serão mais bem endereçadas pelos intérpretes através dos mandamentos da boa-fé objetiva com vistas ao caso concreto.

De igual forma, é possível que a interpretação das condutas examinadas e dos instrumentos contratuais aponte para um desvio à finalidade econômico-social da cláusula de *earn-out* caracterizada através de abuso de direito, além de indicar um

aviltamento à boa-fé, oportunidade que podemos pensar em uma mitigação do *pacta sunt servanda*, afinal de contas, não são as declarações de vontade esparsas que indicam o propósito comum do negócio jurídico, mas sim uma leitura sob a perspectiva de integralidade.

A função hermenêutica da boa-fé jamais pode estar dissociada de uma visão dos riscos que as partes buscaram distribuir no contrato de compra e venda, tampouco pode deixar de observar as expectativas objetivadas dos contratantes e a finalidade econômico-social do negócio jurídico.

O comportamento das partes deve seguir diretrizes de lealdade, probidade e consideração para com o outro contratante, revelando um teor de eticidade e de cooperação mútua valorizados em nosso Estado Democrático de Direito, sendo repelidas as manifestações de condutas oportunistas que objetivam apenas retirar vantagem de outrem, de forma a impedir ou obstar a consecução das metas predeterminadas, as quais são reputadas como atos ilícitos na forma do art. 187 do Diploma Civil.

Caracterizadas tais condutas, poderá o lesado buscar a reparação do dano sofrido com eixo central no art. 129 do Código Civil, dispositivo com aplicação direta à cláusula de preço contingente ante sua natureza suspensiva.

Todavia, como antevisto, poucos são os julgados disponíveis sobre os conflitos concernentes à cláusula de *earn-out* nos tribunais brasileiros<sup>198</sup>, de maneira que há certa indefinição sobre o modo operante dos intérpretes quando confrontados com casos desta matéria e, diante disso, este trabalho tem por objetivo fornecer parâmetros objetivos para auxiliar na hermenêutica da cláusula de complemento de preço.

Fato é que as soluções mais condizentes não apontam para um mero transplante dos conceitos estudados na *common law*, devendo haver uma interpretação minuciosa das regras legais acerca do contrato de compra e venda, da definição do negócio jurídico e seus elementos essenciais, do exame das condições suspensivas, tudo interligado pelo princípio de observância obrigatória (desde a fase pré-contratual até depois da execução) que é a boa-fé objetiva.

---

<sup>198</sup> Através da pesquisa deste discente, grande parte dos conflitos alusivos ao *earn-out* no Poder Judiciário referem-se a medidas cautelares antes da instauração do Tribunal Arbitral ou Ações Anulatórias de sentenças arbitrais.

Finalmente, assinalo que o presente trabalho não procura, de maneira alguma, esgotar a discussão sobre a cláusula de preço contingente, mas sim colaborar na formação de uma linha de pensamento coesa e apta a demonstrar os riscos envolvidos com a inserção da cláusula do *earn-out* e, ao mesmo tempo, indicar as vantagens decorrentes do mecanismo para ambos os contratantes se a empresa adquirida performar como previam as metas predeterminadas, assim possibilitando a valorização das participações societárias.

## REFERÊNCIAS

Acordo de Acionistas da Wilkes Participações S.A., datado de 27 de novembro de 2006. Disponível em <[https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/212116/mod\\_resource/content/1/AA%20Wilkes%20c%C3%B3pia.pdf](https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/212116/mod_resource/content/1/AA%20Wilkes%20c%C3%B3pia.pdf)>. Acesso em: 20 jul. 2022.

ADEL, Robert. "Earn-Outs: Don't Trade a Handshake Today for a Lawsuit Tomorrow". In: **Orange County Business Journal**. Set./2013.

ATIENZA, Manuel; MANERO, Juan Ruiz. **Ilícitos Atípicos: Sobre o Abuso de Direito, Fraude À Lei e Desvio de Poder**; tradução Janaina Roland Matida. – 1. ed. – São Paulo: Marcial Pons, 2014.

ÁVILA, Humberto. **Teoria dos princípios: a definição à aplicação dos princípios jurídicos**. São Paulo: Malheiros, 2016.

AZEVEDO, Antonio Junqueira de. **Negócio Jurídico: existência, validade e eficácia**. 4ª ed. São Paulo: Saraiva, 2002.

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

BATISTA, Neimar. A constitucionalização do direito civil e suas repercussões nas relações contratuais. Âmbito Jurídico: **revista 143**. Disponível em <<https://ambitojuridico.com.br/cadernos/direito-civil/a-constitucionalizacao-do-direito-civil-e-suas-repercussoes-nas-relacoes-contratuais/>>. Acesso em: 21 jul. 2022.

BETTI, Emilio. **Interpretação da lei e dos atos jurídicos: teoria geral e dogmática**; tradução Karina Jannini; a partir da segunda edição revista e ampliada por Giuliano Crifò; revisão técnica Denise Agostinetti. São Paulo: Martins Fontes, 2007.

BETTI, Emílio. **Teoria geral do negócio jurídico. Tomo I**. Coimbra: Coimbra Editora, 1969.

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

BRASIL. **Lei nº 8.078, de 11 de setembro de 1990**. Dispõe sobre a proteção do consumidor e dá outras providências. Brasília, DF: Presidência da República, [1990]. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l8078.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l8078.htm)>. Acesso em: 20 jul. 2022.

BRASIL. **Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002**. Institui o Código Civil. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/CCivil\\_03/leis/2002/L10406.htm](http://www.planalto.gov.br/CCivil_03/leis/2002/L10406.htm)>. Acesso em: 20 jul. 2022.

BRASIL. (Constituição 1988). **Constituição da República Federativa do Brasil de 1988**. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/constituicao/constituicaocompilado.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicaocompilado.htm)>. Acesso em: 20 jul. 2022.

BUSCHINELLI, Gabriel S. **Compra e Venda de Participações Societárias de Controle**. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

CACHAPUZ, Maria Cláudia. **A ilicitude e as fontes obrigacionais**: análise do art. 187 do novo Código Civil brasileiro. Editora Revista dos Tribunais, 2005, vol. 838. p. 114-129.

CACHAPUZ, Maria Cláudia. A ilicitude e as fontes obrigacionais: análise do art. 187 do novo Código Civil brasileiro. In: MENDES, Gilmar Ferreira; STOCO, Rui (org.). **Doutrinas essenciais: Direito Civil parte geral, Volume IV, atos, fatos, negócios jurídicos e bens**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2011.

CACHAPUZ, Maria Cláudia. A obrigação em perspectiva discursiva (uma revisão contemporânea da obrigação como processo). **Revista da AJURIS**, Porto Alegre, v. 46, n. 146, p. 335-351, jun. 2019.

CACHAPUZ, Maria Cláudia. **A obrigação pelo Discurso Jurídico**: a argumentação em temas de direito privado. Porto Alegre: Sergio Antonio Fabris, 2017.

CACHAPUZ, Maria Cláudia. O conceito de totalidade concreta aplicado ao sistema jurídico aberto. **Revista da AJURIS**, Porto Alegre, v. 180 a 185, p. 108-153, nov. 1997.

CRIMINIS, Paul; GRAY, Ben; WALLER, Jessica. Earn-outs in M&A Transactions: key structures and recent developments. **The M&A Journal**, vol. 10.

DE ALMEIDA MACHADO, Laura. **Validade de obrigações estipuladas em moeda estrangeira**, São Paulo, s/ed., 2013.

DIAS, Gabriel. Quais são as 5 principais moedas mais desvalorizadas em relação ao dólar. **UOL**, 2022. Disponível em: <<https://economia.uol.com.br/noticias/redacao/2022/03/29/quais-sao-as-6-moedas-mais-desvalorizadas-do-mundo-em-relacao-ao-dolar.htm#:~:text=Real%20brasileiro,-O%20d%C3%B3lar%20est%C3%A1&text=Em%202021%2C%20a%20moeda%20norte,mais%20perdeu%20valor%20em%202022>>. Acesso em: 11 jul. 2022.

EUCLYDES, Cristiana. Fusões e aquisições no Brasil crescem 51% em 2021, puxadas pelo setor de tecnologia. **Valor Econômico**, 2022. Disponível em: <<https://valorinveste.globo.com/mercados/renda-variavel/empresas/noticia/2022/01/25/fusoes-e-aquisicoes-no-brasil-crescem-51percent-em-2021-puxadas-pelo-setor-de-tecnologia.ghtml>>. Acesso em: 11 jul. 2022.

FORGIONI, Paula A. **A Evolução do Direito Comercial Brasileiro: da mercancia ao mercado**. São Paulo: RT, 2009.

FRANÇA, Anna. Fusões e aquisições crescem quase 50% no primeiro trimestre. Entenda. **IstoÉ Dinheiro**, 2022. Disponível em:

<<https://www.istoedinheiro.com.br/fusoes-e-aquisicoes-crescem-quase-50-no-primeiro-trimestre-entenda/>>. Acesso em: 11 jul. 2022.

FREUND, James C. Anatomy of a Merger. **Strategies and techniques for negotiating corporate acquisitions**. In: New York: Law Journal Seminars-Press, 1975.

GOMES, Orlando. **Contratos**. 26 ed. Rio de Janeiro: Forense, 2008.

GOMES, Orlando. **Contratos**. Rio de Janeiro: Forense, 2007.

Império X e as condições precedentes. **Folha de S. Paulo**, 2014. Disponível em <<http://direito.folha.uol.com.br/blog/category/condicao-precedentec8cbfccc9#:~:text=As%20condi%C3%A7%C3%B5es%20precedentes%20dividem%20o,das%20obriga%C3%A7%C3%B5es%20contidas%20no%20contrato>>. Acesso em: 10 out. 2022.

IUDICA, Giovanni. “Il prezzo nella compravendita di partecipazioni azionarie”. **Rivista delle società**, 1991.

JÚNIOR, Humberto Theodoro. **O contrato e sua função social**, 3ª edição. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2008.

KENT, Andrew. The danger of the earn-out clause. **Selling your business**. Set/2008. Disponível em: <<https://www.smartcompany.com.au/growth/the-danger-of-the-earn-out-clause/>>. Acesso em: 11 jul. 2022.

LÔBO, Paulo Luiz Netto. **Comentários ao Código Civil-Parte Especial-Das Várias Espécies de Contratos-Da Compra e Venda; Da Troca ou Permuta; Do Contrato Estimatório; da Doação**. AZEVEDO, Antônio Junqueira de (coord.) São Paulo: Saraiva, 2003.

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

MARINO, Francisco Paulo de Crescenzo. **Interpretação do negócio jurídico**. São Paulo: Saraiva, 2011.

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

MARTINS-COSTA, Judith. A Boa-Fé como Modelo (uma aplicação da Teoria dos Modelos, de Miguel Reale). **Cadernos do programa de pós-graduação em direito – PPGDir./UFRGS**, Porto Alegre, v. 2, n. 4, p. 347-379, ago. 2004. ISSN 2317-8558. Disponível em: <<https://seer.ufrgs.br/index.php/ppgdir/article/view/49203/30834>>. Acesso em: 20 jul. 2022.

MARTINS-COSTA, Judith. **A Boa-Fé no Direito Privado: critérios para sua aplicação**. São Paulo: Marcial Pons, 2015.

MARTINS-COSTA, Judith. **A boa-fé no direito privado**: critérios para sua aplicação. São Paulo: Saraiva Educação, 2018.

MARTINS-COSTA, Judith. **A boa-fé no direito privado**: sistema e tópica no processo obrigacional. São Paulo, Revista dos Tribunais, 1999.

MARTINS-COSTA, Judith. “Contrato de Cessão e Transferência de quotas. Acordo de Sócios. Pactuação de Parcela variável do Preço Contratual Denominada Earn Out. Características e Função (‘Causa Objetiva’) do Earn Out”. Parecer. **Revista de Arbitragem e Mediação**, v.1, 2012.

MARTINS-COSTA, Judith. **O direito privado como um "sistema em construção"**: as cláusulas gerais no projeto do código civil brasileiro. Disponível em <<https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/383/r139-01.pdf?sequence=4>>. Acesso em: 21 jul. 2022.

MARTINS-COSTA, Judith. **O novo Código Civil brasileiro**: Em busca da 'ética da situação' ". Revista da Faculdade de Direito da UFRGS, vol. 20, out. 2001.

MCCLANE, Jeremy. “Boilerplate” and the impact of disclosure in securities dealmaking. **Selected paper for presentation at the 2017 Stanford/Yale/Harvard Junior Faculty Forum**, 2017.

MENKE, Fabiano. **A interpretação das cláusulas gerais: A Subsunção e a concreção dos conceitos**. Revista da AJURIS, n. 106, 2006.

MIRANDA, Custódio da Piedade Ubaldino. **Teoria Geral do Negócio Jurídico**. São Paulo: Atlas, 1991.

MONTEIRO, W. B, **Curso de Direito Civil**, Editora Saraiva, edição 2005.

*O’Tool vs Genmar Holdings, Inc*. Disponível em <<https://casetext.com/case/otool-v-genmar-holdings-inc>>. Acesso em: 26 jul. 2022.

Pepperdine Private Capital Markets Project. 2014 Canadian Private Target M&A Deal Points Study.

PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. **Tratado de Direito Privado, Tomo XXXIX**. Rio de Janeiro: Editor Borsói, 2ª edição, 1962.

REALE, Miguel. A boa-fé no Código Civil. **História do Novo Código Civil**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2005.

REALE, Miguel, **Visão geral do projeto do Código Civil**. Disponível em: <<http://www.miguelreale.com.br/>>. Acesso em: 21 jul. 2022.

ROPPO, Enzo. **O contrato**. Coimbra: Almedina, 1998.

ROSE, Richard De. The Ins and Outs of Earn-Outs: A Delaware Perspective. **American Bar Association**, 2022. Disponível em:

<[https://www.americanbar.org/groups/business\\_law/publications/blt/2022/03/the-ins-and-outs-of-earn-outs-a-delaware-perspective/](https://www.americanbar.org/groups/business_law/publications/blt/2022/03/the-ins-and-outs-of-earn-outs-a-delaware-perspective/)>. Acesso em: 18 jul. 2022.

RYAN LAWLER, Anthony Ha. It's Official: Disney Acquires Maker Studios For At Least \$500M. **TechCrunch**, 2014. Disponível em: <<https://techcrunch.com/2014/03/24/disney-maker-studios/?guccounter=1#:~:text=Media%20conglomerate%20Disney%20has%20take,n,in%20performance%2Dbased%20earn%20outs.>>. Acesso em: 11 jul. 2022.

SALLES FREIRE, José Luis de. Cláusulas de “earn out” em aquisições. Mecanismo alinha o interesse das partes, estimula a melhora no desempenho da companhia e limita os riscos para o investidor. **Capital Aberto**, 2010. Disponível em: <<https://capitalaberto.com.br/nao-listavel/clausulas-de-earn-out-em-aquisicoes/>>. Acesso em: 13/09/2022.

SILVA, Clóvis Veríssimo do Couto e. **O Princípio da Boa-Fé no Direito Brasileiro e Português**.

SILVA, Clóvis Veríssimo do Couto e. **A obrigação como Processo**. Rio de Janeiro: FGV, 2006.

SOUZA, Marco. Barcelona e Grêmio chegam a acordo, e Arthur será jogador do clube catalão. **GaúchaZH**, 2018. Disponível em: <<https://gauchazh.clicrbs.com.br/esportes/gremio/noticia/2018/02/barcelona-e-gremio-chegam-a-acordo-e-arthur-sera-jogador-do-clube-catalao-cjdw6hde4002x01qxj1lqnxpm.html>>. Acesso em: 27 jul. 2022.

Superior Tribunal de Justiça, Agravo Interno no Agravo em Recurso Especial 1214641 / AM. Relator Ministro Marco Aurélio Bellizze, julgado em 13/03/2018. Disponível em: <[https://processo.stj.jus.br/processo/revista/documento/mediado/?componente=ITA&sequencial=1684966&num\\_registro=201703096405&data=20180326&peticao\\_numero=201800048746&formato=PDF](https://processo.stj.jus.br/processo/revista/documento/mediado/?componente=ITA&sequencial=1684966&num_registro=201703096405&data=20180326&peticao_numero=201800048746&formato=PDF)>. Acesso em: 27 jul. 2022.

Superior Tribunal de Justiça. REsp 1250596/SP. Terceira Turma. Relatora Min. Nancy Andrighi. Julgamento em 03/11/2011, DJ em 16/11/2011. Disponível em <[https://processo.stj.jus.br/processo/revista/documento/mediado/?componente=ITA&sequencial=1102123&num\\_registro=201100629422&data=20111116&formato=PDF](https://processo.stj.jus.br/processo/revista/documento/mediado/?componente=ITA&sequencial=1102123&num_registro=201100629422&data=20111116&formato=PDF)>. Acesso em: 27 jul. 2022.

TARTUCE, Flávio. Direito Civil, v. 3: **Teoria geral dos contratos e contratos em espécie**. Rio de Janeiro: Forense; São Paulo: MÉTODO, 2014.

Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, Comarca de São Paulo, Agravo de Instrumento nº 0028062-36.2012.8.26.0000, Des. Rel. Francisco Loureiro, julgamento datado de 08/05/2012.

USTÁRROZ, Daniel. **O contrato no novo código civil**. In Revista Síntese de Direito Civil e Processual Civil. Porto Alegre, Síntese, v. 4, set./out. 2002.

Volume de fusões e aquisições cresce 61% no primeiro mês de 2022. **Monitor Mercantil**, 2022. Disponível em: <<https://monitormercantil.com.br/volume-de-fusoes-e-aquisicoes-cresce-61-no-primeiro-mes-de-2022/>>. Acesso em: 11 jul. 2022.

*Yarborough vs. Devilbiss Air Power, Inc.* Disponível em: <<https://casetext.com/case/yarborough-v-devilbiss-air-power-inc>>. Acesso em: 26 jul. 2022.

ZORDAN PIVA, Luciano. **O Earn-Out na Compra e Venda de Empresas**. Editora Quartier Latin, 2019.