



UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA
FACULDADE DE DIREITO
Monografia

KARINE SOARES MARTIN DA SILVA
170196101

**OS MECANISMOS DE AJUSTE DE PREÇO EM OPERAÇÕES DE M&A:
ENTENDIMENTOS DAS CORTES JUDICIAIS E ARBITRAIS**

Brasília, DF
2022

KARINE SOARES MARTIN DA SILVA

OS MECANISMOS DE AJUSTE DE PREÇO EM OPERAÇÕES DE M&A

Entendimentos das Cortes Judiciais e Arbitrais

Banca Examinadora:

Professora Amanda Athayde Linhares Martins Rivera - Orientadora
FD/UnB

Professor Francisco Antunes Maciel Müssnich
Faculdade PUC/RJ

Professora Lilian Manoela Monteiro Cintra de Melo
Faculdade FD/UnB

Brasília, DF

2022

KARINE SOARES MARTIN DA SILVA

OS MECANISMOS DE AJUSTE DE PREÇO EM OPERAÇÕES DE M&A
ENTENDIMENTOS DAS CORTES JUDICIAIS E ARBITRAIS

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado na Faculdade
de Direito de Brasília como requisito para outorga de
bacharel em Direito

Orientadora: Profa. Amanda Athayde Linhares Martins
Rivera

Brasília, DF

2022

AGRADECIMENTOS

Nessa caminhada da vida, felizmente, tive a oportunidade de morar em diversos lugares, mas a graça de todo local sempre foi relacionada a estar com os meus pais, Carla e Marco, e com a minha irmã, Mayara. A vida com eles é sempre mais doce. As turbulências se tornam calma. Não porque necessariamente passam, mas porque eles são sempre capazes de enxergar o melhor em tudo e, com isso, amenizam as dores.

Por isso e por diversas outras razões não posso começar os agradecimentos de outra maneira. Agradeço aos meus pais pelo apoio incondicional em todos os sentidos, por todos os ensinamentos e conselhos, por terem me dado uma excelente educação durante toda essa caminhada e, acima de tudo, por terem me dado o aconchego de um lar cheio de amor e felicidade. Vocês me inspiram na vida. À minha irmã, Mayara, que é a minha mão-amiga em qualquer situação. Com ela, compartilhei a infância mais feliz que eu poderia ter, cresci sempre com os seus conselhos e proteção. Felizmente, nunca experimentei o que é a solidão, pois ela sempre esteve aqui, desde o meu primeiro dia. Estaremos sempre juntas.

Aproveito para agradecer ao meu avô Armando (em memória), à minha vó Lulu (em memória), à minha vó Eni e ao meu avô Souza (em memória). Vocês estão sempre presentes nas minhas melhores lembranças.

Agradeço ao meu namorado, Matheus, quem conheci entre as idas e vindas de cidade. Obrigada por me acompanhar e apoiar em tudo. A sua felicidade, positividade e calma foram essenciais para todo esse período.

Não poderia deixar de agradecer aos amigos de faculdade, que sempre me acolheram com muito carinho. Ao grupo da 'Ralezinha', onde fiz grandes amigos de turma, com quem todas as emoções dessa divertida jornada. Obrigada por tudo. Vocês nem imaginam o quanto foram e são importantes.

Agradeço aos amigos que fiz no Grupo de Estudos em Empresarial e Arbitragem, o GEA. Ter compartilhado tardes, feriados, finais de semanas e viagens com vocês foi sempre muito bom. Agradeço em especial à Alessandra e à Helena, que foram grandes amigas que formei durante as competições, mas que se estenderam pelos demais anos de faculdade. Alê e Helê, obrigada.

Registro aqui o meu agradecimento a todos os professores da Universidade de Brasília, que me apresentaram o mundo jurídico, cada qual em sua área de atuação, mas sempre com brilho nos olhos.

Agradeço, ainda, a todos que me ensinaram a prática jurídica. Aos colegas do Ministério da Justiça, onde fiz o meu primeiro estágio. Aos colegas da Procuradoria Geral da República. Aos colegas do Torreão Braz Advogados, em especial, ao Dr. Antônio Torreão Braz Filho, Júlia Pauro Oliveira, Bárbara de Andrade Cunha e Toni, Renan Palhares Torreão Braz e Gabriel Estevam Botelho Cardoso. Com vocês, tive uma verdadeira escola. Só tenho a agradecer pelos ensinamentos e confiança.

Registro a minha enorme satisfação em fazer parte do Barbosa, Müssnich & Aragão Advogados, o BMA. Sempre tive vontade de trabalhar no escritório e, felizmente, o dia a dia superou as minhas expectativas. Além de aprender muito diariamente, os dias são sempre coloridos pela companhia da equipe de Brasília. Sou muito grata a todos pela confiança que depositam em mim.

Agradeço a Deus pela proteção e por ter guiado meu caminho em todos esses anos.

RESUMO

Este trabalho visa analisar as decisões das cortes judiciais e arbitrais quanto aos mecanismos de ajuste de preço usualmente utilizados em operações de fusões e aquisições no Brasil. Para isso, as duas primeiras seções foram estruturadas como uma base para se chegar ao entendimento das decisões. Na primeira seção, foi realizado um estudo sobre o que são os mecanismos de ajuste de preço e por quais motivos as empresas os utilizam com tanta frequência. Além disso, foi feito um estudo sobre os parâmetros de ajuste de preço mais utilizados nas operações, a fim de que o leitor entendesse e se familiarizasse com os termos que seriam amplamente utilizados durante as seções seguintes. Na segunda seção, foi feito um estudo dos principais mecanismos de ajuste de preço, quais sejam: ajuste de preço, *earn-out*, *holdback/Escrow account* e indenização. Feito esse primeiro estudo, foram realizadas as análises das decisões das cortes arbitrais e judiciais. Na terceira seção, foram analisadas decisões de casos em que a lei aplicável ao contrato foi a legislação brasileira, julgados em cortes arbitrais. Na quarta seção, foram analisadas decisões das cortes judiciais sobre os mecanismos de ajuste de preço.

Palavras-chave: Direito Societário; Fusões e Aquisições; Mecanismos de Ajuste de Preço; Decisões Arbitrais

ABSTRACT

This paper aims to analyse judicial and arbitral decisions in regard to the price adjustment mechanisms usually used in mergers and acquisitions in Brazil. For this purpose, the first and second sections were constructed as a basis to understand the forth and fifth sections. The first section presents preliminary considerations in regard to the price adjustment mechanisms, such as an explanation of what are those mechanisms, its importance. As well, was presented the main parameters used to calculate the price adjustments, in order to clarify to the reader the terms that would be used on the following sections. The second section presents a study of the most used price adjustment mechanism, such as the price adjustment clause, earn-out, holdback, escrow account and indemnity. The third section presents a study of arbitral decisions held in cases where the applicable law was the Brazilian law. The forth section presents the judicial decisions held in Brazil in regard to the price adjustment mechanisms.

Key-words: Corporate Law; Merger and Acquisition; Price Adjustment Mechanism; Arbitral Award

LISTA DE IMAGENS

Figura	Título	Página
Figura 1	Percentual de mecanismos de ajuste de preço utilizados em operações de M&A	11
Figura 2	Etapas de uma operação de M&A	14
Figura 3	Demonstrativo de caixa da AMBEV	19
Figura 4	Ciclo operacional empresarial	25
Figura 5	Linha do tempo para cláusula de ajuste de preço	30
Figura 6	Linha do tempo da cláusula de <i>earn-out</i>	32
Figura 7	Linha do tempo da cláusula de <i>holdback</i>	36
Figura 8	Linha do tempo da cláusula de indenização por perdas decorrentes das declarações	38
Figura 9	Linha do tempo da cláusula de indenização por perdas decorrentes de fatos ocorridos antes da operação	38

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	11
2 MECANISMOS DE AJUSTE DE PREÇO: O QUE SÃO E QUAL É A SUA IMPORTÂNCIA.....	14
2.1 <i>Valuation</i> : A avaliação financeira da sociedade-alvo e os ricos para operação	17
2.1.1 O fluxo de caixa descontado (“FDC”) como método de avaliação de empresa	19
2.1.2 Os múltiplos como método de avaliação de empresas.....	21
2.2 <i>Due Diligence</i> : A auditoria da empresa-alvo e os ricos para operação	22
2.3 Parâmetros normalmente utilizados em mecanismos de ajuste de preço	25
2.3.1 O capital de giro como parâmetro para ajuste de preço em operações de M&A	26
2.3.2 O EBITDA como parâmetro para ajuste de preço em operações de M&A	28
2.3.3 O endividamento (dívida líquida) como parâmetro para ajuste de preço em operações de M&A.....	28
3 OS MECANISMOS DE AJUSTE DE PREÇO EM OPERAÇÕES DE FUSÕES E AQUISIÇÕES	30
3.1 A cláusula de ajuste de preço como mecanismo de ajuste de preço	30
3.2 O <i>Earn-out</i> como mecanismo de ajuste de preço	32
3.3 <i>Holdback e Escrow Account</i> como mecanismos de ajuste de preço.....	36
3.4 A cláusula de indenização como mecanismo de ajuste de preço.....	38
4 DECISÕES DOS TRIBUNAIS ARBITRAIS QUANTO AOS MECANISMOS DE AJUSTE DE PREÇO	45
4.1 Questões sobre mecanismos de ajuste de preço no caso ASA Bioenergy Holding A.G. and others v. Mr.Adriano Ometto and Adriano Ometto Agrícola, ICC Case No. 16176/JRF/CA e ICC Case No. 15.153	46
4.2 Questões sobre mecanismos de ajuste de preço no caso Adavium Medical comércio e importação de equipamentos e Produtos Médicos do Brasil et al. v. Luiz Francisco de Bellis Mascaretti et al., CMA Case No 437	49
4.3 Questões sobre mecanismos de ajuste de preço no caso Camargo Corrêa S.A. v. Globe Specialty Metals, Inc, ICC nº 15260/JRF	54
4.4 Questões sobre mecanismos de ajuste de preço no caso Nilson Corrêa da Silva and others v. Sercon, CAM-CCBC Case No. 64/2013/SEC3	57
5 A VISÃO DO JUDICIÁRIO BRASILEIRO QUANTO AOS MECANISMOS DE AJUSTE DE PREÇO	60
5.1 Questões sobre mecanismos de ajuste de preço no caso ASA Bioenergy Holding AG, Abengoa Bioenergia Agrícola Ltda, Abengoa Bioenergia Sao Joao Ltda, Abengoa Bioenergia Sao Luiz S/A and Abengoa Bioenergia Santa Fé Ltda v. Adriano Giannetti	

Dedini Ometto and Adriano Ometto Agricola Ltda, Superior Tribunal de Justiça, Sentença Estrangeira Contestada No. 9.412 - US (2013/0278872-5)	60
5.2 Questões sobre mecanismos de ajuste de preço no caso Luis Francos Debellis Mascaretii & LRM Serviços de Manutenção em Equipamentos e Máquinas de Laboratórios Ltda v. Vyttra Diagnósticos Importação e Exportação Ltda, Tribunal de Justiça de São Paulo, Apelação Cível n. 1048961-82.2019.8.23.0100	64
5.3 Questões sobre mecanismos de ajuste de preço no caso Nilson Corrêa da Silva e outros v. Sercon Indústria e Comércio de Aparelhos Médicos Hospitalares LTDA, Apelação Cível N. 1138617-55.2016.8.26.0100	67
6 CONCLUSÃO.....	71
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	76

1. INTRODUÇÃO

A ideia para escrever a respeito dos mecanismos de ajuste de preço em operações de fusões e aquisições (também chamado de “Merger and Acquisition” ou “M&A”) veio da experiência durante a Competição Brasileira de Arbitragem e Mediação Empresarial CAMARB, que ocorreu no ano 2020. Naquela ocasião, foram realizados diversos estudos em grupo com o time de arbitragem da Universidade de Brasília, bem como diversos painéis em que se discutiam os mecanismos de ajuste de preço.

Já durante as leituras para escrever este trabalho, parte da discussão sobre o tema foi abordada no episódio 46 do *podcast* Direito Empresarial Café com Leite¹, conduzido pela Profa. Amanda Athayde, que contou com a participação de Francisco Müssnich para comentar o seu texto “A Cláusula de *Earn-out* na aquisição de Sociedade: Solução ou Postergação do Problema?”. Para fazer os seus comentários, Francisco Müssnich compartilhou com os ouvintes parte da sua experiência na atuação em operações de fusões e aquisições. As explicações, comentários e a visão de uma pessoa com vasta experiência no tema, do qual compartilho o interesse, foram de grande inspiração para prosseguir com a redação do trabalho.

Além das experiências pessoais, durante as pesquisas, foi possível observar que as operações de fusões e aquisições têm crescido no Brasil de forma muito além do esperado nos últimos anos. No ano de 2022, um levantamento realizado pela PwC Brasil² identificou que o número de fusões e aquisições bateu recorde no primeiro semestre no País. Apenas no corrente ano, foram 807 transações contra 706 em 2021, ano em que houve recorde histórico de M&A no Brasil com um total de 1.659 operações.

Sabe-se que a formação do preço é uma das etapas centrais e mais sensíveis do contrato de compra e venda, já que é o momento no qual as partes tentarão chegar a um preço justo que atenda às expectativas de cada um. Ocorre que esse caminho não é linear. Ao contrário, é preciso contar com métodos de avaliação da empresa, métodos de realização de auditoria, com a visão das partes, bem como com a situação social e econômica do país em que ocorrerá a

¹ DIREITO EMPRESARIAL CAFÉ COM LEITE: #EP46: MÜSSNICH, FRANCISCO ANTUNES MACIEL. A cláusula de *earn-out* na aquisição de sociedade: solução ou postergação do problema?. Locução de: Amanda Athayde Linhares Martins Rivera. Entrevistado: Francisco Antunes Maciel Müssnich, 19 de abril de 2022. *Podcast*. Acesso ao episódio pela plataforma Spotify.

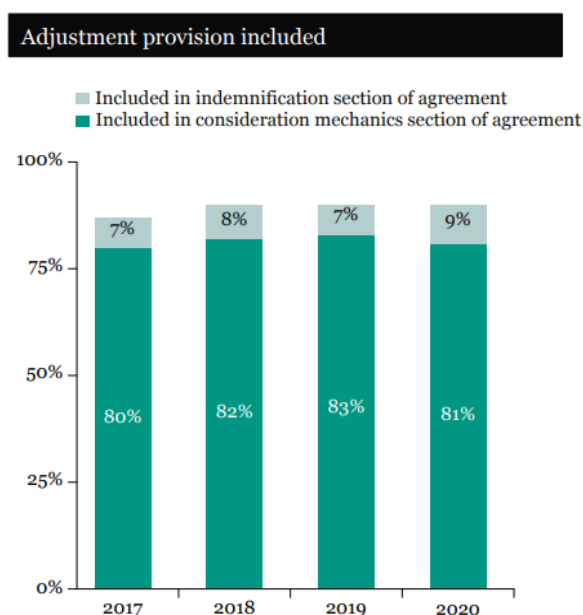
² Informação publicizada pela CNN Brasil. Disponível em: <https://www.cnnbrasil.com.br/business/fusoes-e-aquisicoes-batem-recorde-no-brasil-no-1o-semester-mostra-estudo/>. Acesso em: 3.9.2022

operação e, por vezes, com situações adversas que ocorrem no mundo (como por exemplo, a pandemia da Covid-19), que são capazes de gerar conflitos entre as partes, podendo até mesmo comprometer o fechamento da operação.

É nesse contexto de complexidade para a formação do preço que as cláusulas de *earn-out*, *holdback*, *escrow account* e de indenização surgem como mecanismos de ajuste de preço com o intuito de auxiliar as partes para o fechamento do negócio. Mesmo parecendo ser, em determinados casos, uma “salvação”, é preciso ter em mente que a redação das cláusulas, a forma em que elas serão negociadas e aplicadas, são passos rodeados por complexidades, que demandam um excelente assessoramento.

Interessante notar que os contratos de M&A, em geral, utilizam as cláusulas de ajuste de preço, o que denota relevante importância de seu estudo. O gráfico abaixo retirado do estudo realizado por SRS Acquiom³ das operações de M&A entre os anos de 2016 e 2020 mostra que as cláusulas de ajuste de preço foram utilizadas em mais de 90% dos contratos no ano de 2020:

Figura 1 – Percentual de mecanismos de ajuste de preço utilizados em operações de M&A



Fonte: <https://www.srsacquiom.com/resources/ma-deal-terms-study-2021>. Acesso em 10 de julho de 2022

³ ACQUIOM, SRS. 2021 M&A Deal Terms Study: Analysis of deal terms in private-target M&A transactions that closed between 2016 – 2020. Acesso em 10.7.2022. Disponível em: <https://www.srsacquiom.com/resources/ma-deal-terms-study-2021/>

A complexidade da formação do preço e da utilização dos mecanismos de ajuste, assim como a evidente situação antagônica das partes, poderá acabar em disputas judiciais ou arbitrais. Normalmente, os contratos desse tipo de negócio preveem cláusulas compromissórias para levar eventual disputa para os tribunais arbitrais, mas isso não quer dizer que essas disputas não cheguem ao judiciário.

As cortes, porém, podem ter entendimentos distintos de aplicação dos mecanismos de ajuste de preço, o que afeta a tão importante – e temida – segurança jurídica. Por essa razão, este trabalho tem como objetivo tentar identificar qual é a visão da arbitragem e do judiciário brasileiro quanto aos mecanismos de ajuste de preço, a fim de que seja possível identificar a receptividade dos tribunais a esses tipos de cláusulas, a forma de aplicação e se existem alterações de das sentenças arbitrais perante o judiciário brasileiro.

A pesquisa de casos que tramitaram perante os tribunais arbitrais foi realizada com base nas plataformas Kluwer, Decisões e JusMundi. Buscou-se por casos que tiveram a legislação brasileira aplicável ao contrato. Por sua vez, na pesquisa de casos que tramitaram perante o Judiciário, apenas foram identificados casos que abordassem especificamente sobre os mecanismos de ajuste de preço no Superior Tribunal de Justiça (STJ) e no Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo (TJSP), razão pela qual esses foram os tribunais escolhidos para análise e pesquisa.

Para que o entendimento dos casos seja mais fácil, a primeira seção irá analisar o que são as cláusulas de ajuste de preço, a sua relevância e os parâmetros mais utilizados nessas cláusulas. A segunda seção, irá abordar especificamente o ajuste de preço, o *earn-out*, o *holdback/escrow account* e a indenização. A terceira seção, apresentará um estudo de 4 casos envolvendo julgados por tribunais arbitrais com a aplicação da legislação brasileira, envolvendo conflitos relacionados aos mecanismos de ajuste de preço. Ao final, a quarta seção, apresentará um estudo de 3 decisões dos tribunais pátrios acerca dos mecanismos de ajuste de preço em processo de fusão e aquisição.

2 MECANISMOS DE AJUSTE DE PREÇO: O QUE SÃO E QUAL É A SUA IMPORTÂNCIA

Conforme demonstrado, a quantidade de operações de fusões e aquisições tem aumentado de forma expressiva no Brasil nos últimos anos. A complexidade das operações certamente também aumentou no mercado de M&A e, conseqüentemente, a formação e o ajuste de preço se tornaram mais complexos. Tanto é assim que, como relatado acima, 90% das empresas utilizaram mecanismos de ajuste de preço no ano de 2020. Por serem amplamente difundidos nas negociações de M&A, surgem as dúvidas: o que são esses mecanismos de ajuste de preço? Por que as empresas utilizam tanto esses mecanismos?

Pois bem, o mecanismo de ajuste de preço nada mais é do que uma forma utilizada pelas partes em uma operação de fusão e aquisição para alocar os riscos identificados, mediante a modificação do preço do negócio, seja para mais, seja para menos. A palavra central nesse ponto seria: risco. O risco, nas palavras de Frank Knight⁴, se trata de uma incerteza que pode ser medida/mensurada.

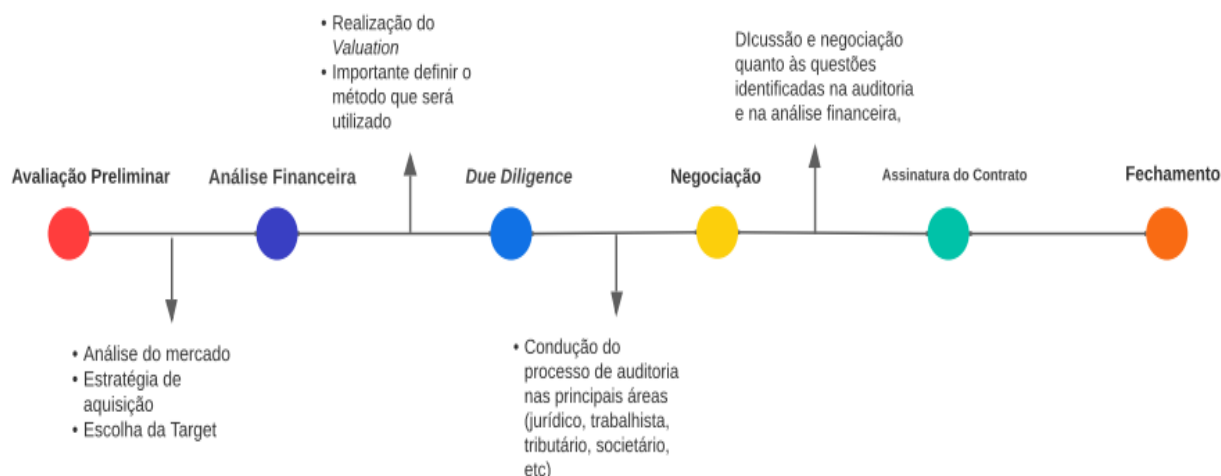
Em uma operação de fusão e aquisição, os riscos estão muito presentes e são justamente eles que justificam a utilização de mecanismos de ajuste de preço, no intuito de encontrar uma forma para dirimir ou reduzir os seus impactos identificados durante a operação. Em síntese, conforme aponta Michael E. S. Frankel⁵, um M&A segue as seguintes etapas:

(i) avaliação preliminar da aquisição da empresa-alvo; (ii) análise financeira da empresa-alvo e elaboração de modelagens financeiras; (iii) condução do processo de diligência legal pelos auditores e advogados, envolvendo as principais áreas (RH, TI, jurídico, etc.) para identificação de problemas, passivos e contingências do negócio; (iv) discussão e negociação quanto às questões identificadas na diligência legal; (v) finalização da negociação quanto ao preço e condições do negócio; e finalmente (vi) assinatura do contrato de aquisição; seguida de (vi) providências com o momento pós-fechamento (obrigações das partes, divulgação de informações ao mercado etc.).

Para ilustrar e tornar o entendimento mais fácil, a imagem a seguir sintetiza a operação:

⁴ KNIGHT, Frank H. Risk, Uncertainty and Profit apud REGO, Anna Lygia Costa. Aspectos Jurídicos da Confiança do Investidor Estrangeiro no Brasil. Tese de Doutorado apresentada na Universidade de São Paulo, 2010, p. 5.

⁵ FRANKEL, Michael E. S. Mergers and Acquisitions Basics: the key steps of acquisitions, divestitures and investments. Wiley, 2005. p. 281, apud PAIVA, MARIANA et al. Controvérsias Tributárias Dos Mecanismos Contratuais De Ajuste De Preço Em Operações De Fusões E Aquisições. 2017. Dissertação (Mestre em Direito) - Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getulio Vargas, São Paulo, 2017, p. 24.

Figura 2: Etapas de uma operação de M&A

Fonte: Autoria própria

Conforme se vê da linha do tempo, existem vários passos até o fechamento. Logo de início é preciso ter em mente que a visão dos compradores e dos vendedores é distinta: enquanto o comprador pretende reduzir o preço, o vendedor pretende aumentá-lo. Apesar do conhecimento e das expectativas que cada uma das partes tem sobre o negócio, poucos são os empresários que possuem a expertise de avaliar e precificar a empresa⁶. O vendedor, em especial, normalmente possui uma visão mais emocionada da empresa, pois foi ele quem criou e acompanhou o desenvolvimento da sociedade. O comprador, por sua vez, é mais conservador quanto às características e potencialidades da empresa⁷.

Para avaliar o negócio surgem, então, dois passos muito importantes: o *valuation* e a *due diligence*. O primeiro, é uma avaliação financeira da empresa, realizada por profissionais externos. O segundo, é uma auditoria jurídica, contábil, trabalhista, societária, tributária, dentre outras, cujo intuito é identificar informações relevantes para a operação. Após essas etapas, as partes se sentarão à mesa para negociar o preço com base nas avaliações e nas suas expectativas pessoais.

A visão do comprador e do vendedor, o método de realização do *valuation* e da *due diligence*, são questões que trazem riscos à operação que muito provavelmente terão impacto no preço a ser pago pela empresa. É claro que cada uma dessas etapas é parte natural do processo

⁶ REED, Stanley et al. *The Art of M&A: A Merger, Acquisition, Buyout, Guide*. 4ª. ed. New York York: McGraw-Hill, 2007, p. 78

⁷ MUSSNICH, Francisco. A Cláusula de *Earn-Out* na Aquisição de Sociedades: Solução ou Postergação do Problema?, p. 977 In CASTRO, Rodrigo; AZEVEDO, Luis Andre; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Direito Societário, Mercado de Capitais, Arbitragem e Outros Temas: Homenagem a Nelson Eizirik*,

e servem justamente para formar o preço. Não é isso que se discute aqui para fins de alocação do risco.

A questão é que o *valuation* e a *due diligence* são sensíveis. O *valuation*, realizado para identificar o valor da empresa, depende de diversas variáveis contábeis que são escolhidas por acordo entre as partes, assim como do contexto econômico e social do país, do setor de atuação no mercado da empresa-alvo, dentre outros⁸. A *due diligence* pode encontrar informações relevantes, como também pode não ser capaz de identificar todas as informações que trazem risco ao negócio.

Novamente, as expectativas enviesadas dos compradores e dos vendedores não desaparecem pelo simples fato de que a empresa foi avaliada por profissionais externos. As visões persistem e são levadas à mesa das negociações mesmo com as informações coletadas em auditoria e mesmo com a avaliação do valor da empresa.

Outro fator importante de se notar da linha do tempo, é que pode existir um lapso temporal entre o *signing* e o *closing*. Esse período tem grande relevância para a formação do preço. Isso porque, geralmente, as métricas utilizadas para formação do valor levam em consideração um período específico de tempo da empresa que pode sofrer alteração num curto espaço de tempo. Esse período pode trazer alterações relevantes para o valor da empresa, que precisarão ser recalculados através de parâmetros preestabelecidos entre as partes.

Tudo isso quer dizer que a precificação de empresa e, conseqüentemente, a escolha de mecanismos de ajuste de preço dependem, essencialmente, daquilo que foi identificado no *valuation* e na *due diligence*. Para demonstrar o que são cada uma dessas etapas e, para que o leitor possa entender como esses processos são sensíveis, o tópico 2.1 abordará questões do *valuation*, com a explicação a respeito do método de fluxo de caixa descontado como forma de avaliar a empresa-alvo (2.1.1) e sobre o método de múltiplos como forma de avaliar a empresa-alvo (2.1.2). Após, no tópico 2.2, serão abordadas as questões relacionadas à *due diligence*. Por fim, no tópico 2.3 será feita uma explicação sobre os parâmetros de ajuste de preço mais utilizados em operações de M&A, quais sejam: capital de giro (2.3.1), EBITDA (2.3.2) e o endividamento ou dívida líquida (2.3.3).

⁸ PIVA, Luciano. O Earn-Out na Compra e Venda de Empresas. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 67.

2.1 *Valuation*: A avaliação financeira da sociedade-alvo e os ricos para operação

O *valuation* é um processo de avaliação da empresa que busca definir um valor estimado, com base em métricas definidas que servirão como parâmetro para as negociações de preço num momento futuro. Esse processo é extremamente sensível, pois a mudança de métricas e/ou de indicadores, a ausência de informações relevantes, a situação econômica mundial e do país, dentre outros, são capazes de alterar o resultado final da valoração gerando uma subavaliação ou superavaliação.

É por essa razão, que as partes devem assumir uma posição de espectador engajado nessa fase - o que não quer dizer que a parte não possa interferir na condução da operação quando entender necessário - e contar com profissionais capacitados para realizar o *valuation*. Por exemplo, existem casos de empresas que não possuem os registros de venda de anos anteriores, o que dificulta a busca pelo valor justo e justifica a escolha de determinada métrica, feita com o auxílio de um profissional capacitado⁹.

Importa salientar que os empresários responsáveis pelas empresas não devem realizar o *valuation*, ainda que num primeiro olhar sejam as pessoas com maior conhecimento da empresa¹⁰. Geralmente, as expectativas de valor de uma empresa para o seu proprietário ou as expectativas de valor do comprador podem ser muito diferentes do valor identificado pelo mercado.

O empresário que criou/gerenciou o negócio, tende a apresentar um apego emocional pela empresa, o que o faz projetar um alto e contínuo crescimento e a excluir indicadores mais pessimistas. Além disso, geralmente a empresa é a principal fonte de renda e de riqueza desse empresário. Todas essas expectativas de valor que o empresário comprador agrega acabam levando a valores irrealistas. Por outro lado, o comprador, por não ter a *expertise* em identificar o valor como um todo e não apenas um dos fatores para a valoração, poderá pagar mais pela operação. Nesse ponto, entre comprador e vendedor, é interessante notar que o empresário vendedor pode estar em desvantagem frente ao comprador, pois normalmente, aquele que vende, só vende uma vez, mas àquele que compra, tende a realizar mais operações de compra.¹¹

⁹ REED, Stanley, 2007, op. cit., p. 80.

¹⁰ Ibid, p. 78.

¹¹ Ibid, p. 79.

Todas essas breves considerações já demonstram que a precificação da sociedade-alvo é complexa e poderá gerar perdas ou ganhos - a depender da parte - relevantes. No entanto, não é apenas a visão das partes que modifica o *valuation*.

Existem diversas abordagens para avaliação de empresas com diversas metodologias distintas para serem utilizadas. Atualmente, os métodos mais utilizados são: método patrimonial, método do fluxo de caixa descontado (“FDC”), método dos múltiplos e método EVA/MVA¹². As alterações na metodologia e nas métricas demonstram por si só a existência de um risco, uma vez que o valor da empresa pode ser obtido de diversas formas com resultados distintos.

Dentre esses, segundo a pesquisa realizada pela Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais (Apimec) realizada em 2001, 88% dos avaliadores utilizam o método de fluxo de caixa descontado e 82% utilizam o método dos múltiplos¹³. Da mesma forma, estudo apresentado no livro “Fusões e Aquisições: Estratégias Empresariais e Tópicos de *Valuation*”¹⁴ aponta que os profissionais preferem o método do fluxo de caixa descontado seguido pelos múltiplos.

Não é demais ressaltar que nenhum método de avaliação de empresas é preciso e imutável, uma vez que se trata de uma estimativa de valor e não de um apontamento preciso do valor da empresa. É de se destacar, também, que as metodologias já conceitualmente bem estruturadas para um modelo de empresa estrangeira, foram importadas para aplicação em estruturas empresariais brasileiras.

Devido à maior utilização dos métodos de fluxo de caixa descontado e de múltiplos e para que seja possível identificar a complexidade, os pontos positivos e negativos de cada um deles, este trabalho se limitará a analisar essas duas metodologias em detrimento das demais. No tópico 2.1.1 será analisado o fluxo de caixa descontado como método de avaliação de empresa, enquanto no tópico 2.1.2 serão analisados os múltiplos como método de avaliação de empresa.

¹² MARTELANC, Roy et al. Avaliação de Empresas: Um Guia para Fusões & Aquisições e Private Equity. Londres: Pearson Universidades, 2009.

¹³ Ibidem.

¹⁴ MARTELANC, Roy et al. Fusões & Aquisições: Estratégias Empresariais e Tópicos de Valuation. São Paulo: ALL Print, 2016

Antes de mais nada, é importante ressaltar que este trabalho não tem a intenção de aprofundar nas minúcias e nuances dos métodos de *valuation*. A ideia é trazer uma informação inicial para que o leitor entenda, de forma simples, como são realizados os cálculos para valoração de uma empresa, bem como a complexidade e os riscos de cada um deles.

2.1.1 O fluxo de caixa descontado (“FDC”) como método de avaliação de empresa

O fluxo de caixa descontado é um método que considera as projeções futuras de uma empresa a partir de um padrão de crescimento específico, o qual é trazido a um valor presente, considerando os descontos de taxas que depreciaram o valor futuro. Basicamente, a metodologia utilizada envolve os seguintes passos¹⁵: (i) projeção do fluxo de caixa, (ii) cálculo do valor presente, (iii) determinação da taxa de desconto e (iv) estimativa do valor da empresa.

A projeção do fluxo de caixa é, em termos simples, uma análise daquilo que a empresa recebe e paga. Para isso, é necessário analisar o demonstrativo de fluxo de caixa, que é um documento por meio do qual a empresa apresentará (a) o fluxo de caixa operacional, que representa o valor recebido pelas mercadorias menos o valor despendido na sua produção e venda; (b) fluxo de caixa de investimento, que está relacionado aos investimentos que a empresa faz (ex: venda de um terreno, venda de uma fábrica, investimentos financeiros, etc.; (c) fluxo de caixa de financiamento, que são as atividades de financiamento da empresa (ex: emissão, subscrição e venda de ações, debêntures e recebimento de empréstimos); e (d) os resultados¹⁶. Toda essa análise é para que seja possível calcular o valor presente da empresa. Abaixo para conhecimento, o demonstrativo de fluxo de caixa da Ambev¹⁷:

¹⁵ VALUATION: MODELO DE FLUXO DE CAIXA DESCONTADO. Publicado por Professor Vicente Guimarães. 2019 em 13.11.2019. Disponível em: <https://www.youtube.com/watch?v=iTiBIs-G5gc>. Acesso em 22.7.2022.

¹⁶ Ibid.

¹⁷ Fonte: Site investing.com. Acesso em 18.8.2022. Disponível em: <https://br.investing.com/equities/ambev-pn-cash-flow>

Figura 3: Demonstrativo de caixa da AMBEV

Encerramento do Exercício:	2022 30/06	2022 31/03	2021 31/12	2021 30/09
Período:	0 Meses	3 Meses	12 Meses	9 Meses
Lucro Líquido do Exercício	2969,7	3528,84	13122,58	9375,61
Fluxo de Caixa das Atividades Operacionais ▼	2202,2	519,76	22900,95	11076,48
Depreciação /Exaustão	1489,6	1330,96	5396,69	3934,22
Amortização	-	-	-	-
Impostos Diferidos	-	-	-	-
Itens não Monetários	1397,8	392,33	2795,43	1880,35
Recebimentos	-	-	-	-
Pagamentos em Espécie	-	-	-	-
Impostos Pagos	-	1745,19	1305,08	1580,84
Juros Pagos	-	76,24	498,24	364,51
Capital de Giro	-3634,9	-4732,38	1586,25	-4114,72
Fluxo de Caixa das Atividades de Investimento ▼	-1952,3	-307,2	-7734,88	-5054,71
Despesas de Capital	-1753,1	-888,54	-7677,11	-4666,81
Outros Fluxos de Caixa das Atividades de Financiamento, Total	-199,2	581,34	-57,77	-387,9
Fluxo de Caixa das Atividades de Financiamento ▼	-11,4	-2719,62	-16041,82	-5517,57
Itens de Financiamento	346,9	-2560,8	-2089,57	-1484,86
Total de Dividendos pagos	-142,9	-22,01	-11115,25	-1497,66
Emissão de Ações (Aposentadoria), Líquido	-48	15,97	-35,07	-39,42
Emissão de Dívida (Aposentadoria), Líquido	-167,4	-152,78	-2801,93	-2495,64
Efeito do Câmbio	-	-1293,66	382,6	151,07
Variáveis Líquidas no Caixa	814,2	-3800,72	-493,15	654,25
Saldo Inicial em Caixa	13315,1	-	-	-
Saldo Final em Caixa	14129,3	-	-	-
Fluxo de Caixa Livre	-165,01	-	-	-
Crescimento do Fluxo de Caixa Livre	94,56	-	-	-
Rendimento do Fluxo de Caixa Livre	0,213	-	-	-

Fonte: <https://br.investing.com/equities/ambev-pn-cash-flow>. Acessado em 18 de agosto de 2022

Após, se faz uma projeção do crescimento futuro da empresa. Por exemplo, se uma empresa teve um crescimento de 5% ao ano, faz-se uma projeção desse mesmo crescimento para os anos seguintes. No entanto, essa projeção pode ser um tanto quanto irreal, uma vez que crescimentos de 5%, 10%, 20% na perpetuidade se afasta da realidade. Por essa razão, é importante que seja utilizada uma taxa de crescimento futuro mais próxima do real.

Em continuidade, é realizado o cálculo do valor presente dos fluxos de caixa futuros, que é o cálculo do valor a ser recebido com desconto mensal de uma taxa de desconto. Por exemplo, se uma pessoa tem R\$ 1.000,00 para ser descontado dentro de 2 meses e a taxa de desconto é de 5% ao mês, então, deverá ser calculado o valor a ser recebido com base nesses descontos. Por fim, estima-se quanto custa o capital para a empresa, através do WACC (*Wheighted Average Cost of Capital* ou Custo Médio Ponderado do Capital), que não convém tratar neste trabalho. Após, calcula-se o valor da empresa com base nesses parâmetros.

Conforme é possível observar, o método de fluxo de caixa descontado demanda a formação de uma equipe com conhecimentos de economia, vendas, operações, finanças e

outros, o que denota que não se trata de um método de fácil utilização. No entanto, a sua ampla aceitação no mercado tem como um dos fundamentos a dificuldade em “maquiar” os parâmetros utilizados.

2.1.2 Os múltiplos como método de avaliação de empresas

Como visto, o fluxo de caixa descontado é um método mais difícil de ser utilizado, em razão da complexidade de contas matemáticas e de métricas utilizadas. Os múltiplos, por sua vez, são conhecidos pela sua simplicidade, bem como pela necessidade de poucas informações.

Dessa maneira, a escolha e análise do múltiplo, de acordo com Arthur Ridolfo Neto¹⁸, segue os seguintes passos: 1) definir o múltiplo; 2) descrever o múltiplo, compreender a forma de cálculo e analisar os fundamentos; 3) analisar o múltiplo, compreendendo as relações entre as variáveis utilizadas e 4) aplicar o múltiplo, certificando-se de que as variáveis são comparáveis e controlando eventuais diferenças. Em síntese, os múltiplos se baseiam em dois dados: valor de uma empresa semelhante - ou seja, a empresa-alvo é comparada a uma outra empresa de porte semelhante e do mesmo setor - e outro dado relacionado à métrica escolhida, que pode ser o faturamento, lucro, EBITDA¹⁹ ou outro.

Em termos de vantagens²⁰, os múltiplos são muito simples de serem utilizados, uma vez que poucos dados são necessários para se obter o valor de uma empresa. Para o mercado de M&A, no geral, a utilização dos múltiplos sumariza a percepção do mercado e antecipa a visão de compradores, ou seja, quando uma nova operação de M&A for feita, o mercado tenderá a se espelhar na última transação realizada para fins de comparação, considerando o porte e o segmento da empresa comparada.

¹⁸ NETO, Arthur R. Introdução às operações de fusões, aquisições e reestruturação societária. Métodos mais utilizados para a apreciação de empresas: Iniciação à precificação de empresas, pp. 30 – 32. In DA ROCHA, Dinir Salvador Rios; QUATTRINI, Larissa T. Série Gvlaw - Direito societário : Fusões, aquisições, reorganizações societárias e due diligence, 1ª Edição. São Paulo: Editora Saraiva, 2012.

¹⁹ EBITDA é a sigla em inglês que significa *Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization*. Em português, utiliza-se a sigla LAJIDA, que significa *Lucros Antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização*.

²⁰ AULA 12: Análise por múltiplos, trading comps e perspectiva comparada com mercados internacionais. Curso de Introdução às Finanças para M&A. Disponível em: https://www.youtube.com/watch?v=Wy5_72NzNOs&t=2394s. Acesso em: 25.7.2022.

Por sua vez, com relação às desvantagens²¹, é possível indicar logo de início que a comparação com outras empresas apresenta riscos. Isso porque a amostra utilizada pode ser restrita ou as empresas comparadas podem apresentar certas peculiaridades que não são possíveis de se identificar por meio do múltiplo ou, ainda, podem ser empresas muito distintas, o que levará a uma análise pouco efetiva.

Além disso, há uma questão do fator de tempo: quando foi a última transação de M&A que será utilizada para comparar a empresa que está sendo comprada hoje? Se foi há 10 anos, por exemplo, houve uma mudança drástica do cenário nacional e mundial em termos políticos, econômicos, sociais e outros. A escolha do múltiplo também é um fator que gera riscos, pois não é possível saber a razão pela qual determinado múltiplo foi escolhido por uma empresa, já que essa escolha pode não perpassar apenas pelo porte e segmento, mas também pela liquidez da empresa ou outros aspectos que não são divulgados ao mercado. Destaca-se também que uma demora entre o *signing* e o *closing* gera uma alteração no cálculo desse múltiplo.

Não é difícil de concluir, então, que o *valuation* por múltiplos apresenta riscos e incertezas, que deverão ser alocados em cláusulas de ajuste de preço.

2.2 Due Diligence: A auditoria da empresa-alvo e os riscos para operação

Como já mencionado, outra fase do processo de formação do preço que é relevante para alocação de riscos, é a *due diligence* ou diligência legal. A doutrina não é pacífica quanto à sua definição, mas para José Sampaio²², pode-se definir da seguinte forma:

(...) é um procedimento de análise levado a cabo normalmente pela compradora com a colaboração da vendedora e tem por finalidade verificar e avaliar a situação das empresas e/ou dos negócios a transacionar, seja para determinação do real valor das empresas e seus activos, verificação do funcionamento da empresa e do cumprimento das regras legais, avaliação dos riscos inerentes, garantias a prestar, determinação de responsabilidades ou outras, consoante cada caso concreto.

A partir da definição, é possível concluir que a *due diligence* é uma auditoria realizada pelo comprador, a partir das informações fornecidas pelo vendedor, com o intuito de identificar a maior quantidade de informações relacionadas aos ativos e passivos da empresa-

²¹ Ibid.

²² CASTRO, Leandro Santos de; ARAGÃO, Leandro Santos de. Reorganização societária. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 51-97, In: NETO, Arthur R., 2012, op. cite, p. 45.

alvo, bem como de identificar possíveis passivos futuros que deverão ser alocados em cláusulas de ajuste de preço. Dinir Salvador Rios da Rocha²³ resume os objetivos da diligência legal da seguinte forma:

a obtenção de informações para (i) garantir que o negócio buscado pelas partes nas transações — em razão das alegações das partes sobre o estado da empresa alienada — seja aquele encontrado de fato na empresa que é objeto da transação; (ii) proteger-se, assim, de possíveis contingências futuras, com a regulação de indenizações e garantias aplicáveis; e (iii) avaliar a empresa que é objeto da transação.

Há, portanto, uma tentativa de reduzir a assimetria informacional que existe entre as partes por meio de um processo delicado de busca de informação e análise de dados sensíveis, que podem desgastar a relação das partes. De todo modo, é uma importantíssima etapa na formação de preço, uma vez que são identificados riscos futuros, que demandam a sua alocação em mecanismos de ajuste de preço.

Para chegar nas informações necessárias, é importante que as partes estabeleçam o método da auditoria (assim como no *valuation*, existem diferentes métodos, o que pode levar a resultados distintos, a depender do referencial) a ser seguido durante o processo. Em geral, a *due diligence* é realizada antes da assinatura do contrato ou da determinação do preço²⁴ e abrange aspectos societários, contratuais, financeiros, contábeis, ambientais, fiscais, regulatórios, trabalhistas, de propriedade intelectual, imobiliários, concorrenciais, éticos e relacionados a processos contenciosos²⁵.

Após a definição dos critérios, é enviado um *check-list* à parte que deverá fornecer as informações. A quantidade de documentos a serem disponibilizados e analisados é definida pelas partes e sintetizada nesse *check-list*.

²³ DA ROCHA, Dinir. A visão geral de due diligence: breves aspectos teóricos e práticos A due diligence, p. 54. In DA ROCHA, Dinir Salvador Rios; QUATTRINI, Larissa T. Série Gvlaw - Direito societário : Fusões, aquisições, reorganizações societárias e due diligence, 1ª Edição. São Paulo: Editora Saraiva, 2012.

²⁴ O momento da realização da *due diligence* é definido mediante a vontade de partes. Pode ser feito antes ou depois da formação do preço; antes ou depois do fechamento. No entanto, é recomendável que as partes realizem a auditoria antes da formação do preço e antes do fechamento do contrato, pois, conforme bem explica Sérgio Bruna e Edmundo Nejm: “Quando a due diligence ocorre antes da assinatura do respectivo contrato ou da determinação do preço, a parte adquirente (ou, em muitos casos, a parte vendedora) terá a oportunidade de maximizar sua posição durante as negociações, já que será possível aferir-se a real situação da empresa objeto de exame”.

²⁵ COUTINHO, Sérgio Mendes B. **Fusões e aquisições**. São Paulo: Editora Saraiva, 2017, p.245

Todas essas informações vão sendo paulatinamente disponibilizadas num *data room*, de acordo com um prazo definido, que serão analisadas pelos auditores contratados. É nesse momento que o trabalho e a experiência dos auditores são tão importantes, pois a partir da disponibilização, o time da *due diligence* deve identificar eventuais erros, omissões, incongruências, riscos etc, e solicitar informações adicionais e/ou sugerir mitigadores e soluções. Após a consolidação de todas as informações disponibilizadas, os auditores vão elaborar e entregar o relatório final da auditoria.

Trata-se, então, de uma etapa da operação de M&A de extrema importância para a formação de preço, uma vez que é a partir dela que se identificam eventuais riscos da empresa para o futuro. Interessante notar que essa fase busca avaliar a empresa não por critérios meramente financeiros, como ocorre no *valuation*, mas por meio de informações da empresa-alvo que são de conhecimento ou não dos vendedores. É, portanto, mais uma etapa da formação do preço em que as partes precisam alocar os riscos da operação por meio da redefinição do preço acordado ou através de mecanismos de ajuste de preço.

Apesar de todas essas etapas, da seriedade dos auditores e da confiança na boa-fé das partes, não é incomum que informações relevantes, como passivos, não sejam identificadas durante o processo de compra e venda (seja por má-fé do vendedor ou por outro motivo) ou não sejam levadas em consideração com a proporção devida no momento da operação. Há uma quantidade relevante de casos em que o comprador apenas toma ciência de eventual passivo após o fechamento da operação, que, caso lhe tivesse sido avisado, a operação não teria sido concluída da forma acordada ou em qualquer outra hipótese.

Nessa linha, pode-se citar, exemplificamente, a apelação cível n. 1124529-12.2016.8.26.0100, julgada no Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo (“TJSP”), sob a relatoria do Desembargador Relator Alexandre Marcondes. No caso, os compradores do capital social da Saúde Medicol S/A ajuizaram ação declaratória de nulidade de sentença arbitral ao fundamento de que os vendedores omitiram um passivo no valor de R\$ 40.274.338,28. Sustentaram que o passivo identificado na *due diligence* foi de R\$ 14.718.000,00 relacionado à direção fiscal da Agência Nacional de Saúde (ANS), mas que após a celebração do contrato foi contabilizado um passivo de R\$ 20.938.695,43, razão pela qual foi realizado um ajuste no preço. No entanto, segundo alegam, após a aquisição, o valor do passivo era na verdade de R\$ 40.274.338,28.

Na sentença arbitral, o Tribunal reconheceu que foi realizada a *due diligence* antes da celebração do contrato, momento em que foram disponibilizadas as informações relevantes da empresa-alvo com relação à direção fiscal da ANS, que motivou o passivo constatado. As demais irregularidades relacionadas à ANS, portanto, não seriam um passivo, mas sim um risco do negócio, que foi assumido pelos compradores, especialmente por conter um '*disclaimer*' de que seria assumida toda e qualquer responsabilidade quanto à situação da empresa. A sentença foi mantida em segunda instância pelo Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo.

O caso deixa evidente que o processo de *due diligence* deve ser rigoroso, bem como que as partes precisam alocar os riscos da operação quando identificarem a possibilidade de vir a surgir eventual passivo. Dessa forma, a *due diligence* é uma peça importante na formação do preço e é onde devem ser incorporados os mecanismos de ajuste de preço.

2.3 Parâmetros normalmente utilizados em mecanismos de ajuste de preço

Feita essa introdução sobre o que seriam os mecanismos de ajuste e qual a sua razão de ser, é importante analisar quais são os parâmetros normalmente utilizados nos mecanismos. Isso porque, nas seções seguintes, serão analisados cada um dos mecanismos mais utilizados e as decisões das cortes judiciais e arbitrais, e, como se verá, os mecanismos de ajuste de preço geralmente têm em comum a utilização de determinados parâmetros.

Muitos mecanismos de ajuste de preço utilizam o capital de giro, o EBITDA e/ou o endividamento líquido como forma de apurar o valor a ser ajustado. Por exemplo, a cláusula de ajuste de preço do BK Brasil Operação e Assessoria a Restaurantes S.A (Burgue King Brasil)²⁶ na operação para aquisição da totalidade das ações de emissão de suas franqueadas, utilizou como parâmetro a dívida líquida, capital de giro o EBITDA:

(..) O Contrato de Compra e Venda da totalidade das ações de emissão das Franqueadas foi celebrado anteriormente ao registro da Companhia como companhia aberta e à realização da Oferta, sendo que seus principais termos e condições foram previamente informados aos acionistas e ao mercado em geral no âmbito da Oferta e por meio do Formulário de Referência da Companhia. O preço de aquisição é de aproximadamente R\$ 393,1 milhões, sujeito a ajustes a depender da confirmação dos

²⁶ FERRAZ, Adriano; FREITAS, Bernardo; E SOUZA, Rodrigo. A Alocação de Riscos em Operações de M&A: Análise das Cláusulas de Ajuste de Preço e Indenização, p. 25, *In Novos Temas de Direito e Corporate Finance*, São Paulo, 2019.

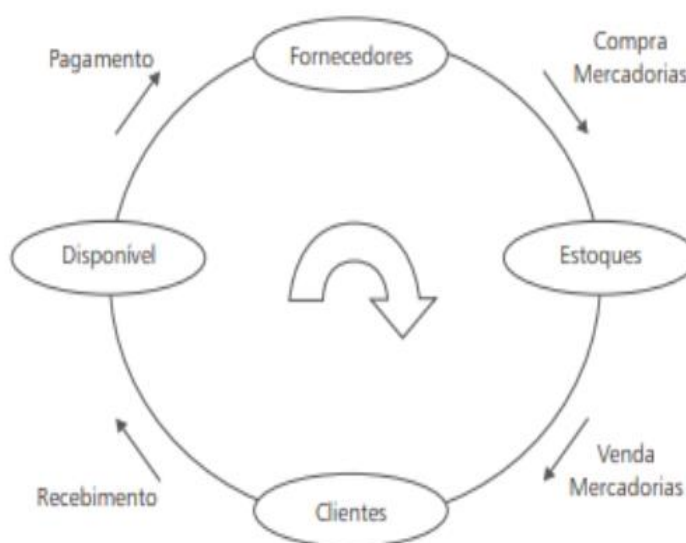
valores de dívida líquida, capital de giro e EBITDA das Franqueadas, o que ocorrerá até 1ª de junho de 2018.

Devido à ampla utilização desses parâmetros, abaixo serão analisados o capital de giro (2.3.1), o EBITDA (2.3.2) e o endividamento ou dívida líquida (2.3.3).

2.3.1 O capital de giro como parâmetro para ajuste de preço em operações de M&A

As atividades de uma empresa, independente de porte ou segmento, sempre estão relacionadas à compra de mercadoria dos fornecedores para geração de estoque com a consequente venda para os clientes. Esse ciclo rotineiro de uma empresa é chamado de ciclo operacional, que pode ser assim ilustrado²⁷:

Figura 4: Ciclo operacional empresarial



Fonte: MATIAS, Alberto (2014)

Para que esse ciclo operacional se mantenha funcionando com a geração de liquidez e lucratividade, necessárias à sobrevivência e prosperidade da empresa, é necessário ter um capital de giro para mantê-lo, ou seja, um recurso financeiro que fará com que ocorram novos giros no ciclo. Dessa maneira, *“o capital de giro refere-se aos recursos financeiros, próprios ou de terceiros, necessários para sustentar as atividades operacionais, no dia a dia das*

²⁷ MATIAS, Alberto B. *Finanças Corporativas de Curto Prazo: A Gestão do Valor do Capital de Giro*, Volume 1, 2ª edição. São Paulo: Grupo GEN, 2014, p. 22.

empresas”²⁸. Em linguagem mais técnica, esse capital de giro é sinônimo de ativo circulante, que não considera o passivo circulante.

O capital de giro líquido, por sua vez, refere-se à diferença entre o ativo circulante e o passivo circulante. A equação seria, então, Capital de Giro Líquido = Ativo Circulante - Passivo Circulante. Quando o resultado desse cálculo é positivo, entende-se que o ativo circulante é maior que o passivo circulante, e, portanto, há um valor restante disponível para a empresa lidar com as incertezas do curto prazo e com os riscos dos credores; quando o resultado é negativo, entende-se que o passivo circulante é maior que o ativo e, portanto, faltam recursos para cumprir com as obrigações dos passivos²⁹.

Um resultado positivo é favorável para a empresa, pois demonstra que os riscos dos credores estão sendo atenuados, e significa também que os ativos de curto prazo estão sendo financiados com recursos de longo prazo. Um resultado negativo é, por consequência, desfavorável, pois demonstra a falta de ativos, e significa que as dívidas de curto prazo estão sendo utilizados para financiar investimentos de longo prazo.

Assim, não é difícil concluir que o capital de giro é um importante indicador da saúde financeira e da liquidez da empresa, razão pela qual é um dos parâmetros utilizados nos mecanismos de ajuste de preço. A sua grande volatilidade em razão da variação de ativos e passivos circulantes durante o ciclo operacional de uma empresa indica que a sua utilização deve ser realizada com cautela em observação ao período no qual foi realizado o cálculo e quando ele será efetivamente aplicado para fins de pagamento de preço.

Tanto é assim que um estudo realizado pela base de dados SRS Acquiom³⁰, acerca 1.400 operações de fusões e aquisições que ocorrem no mundo entre os anos de 2016 a 2020, apurou que, no ano de 2019, 90% dos contratos utilizaram o capital de giro como métrica para mecanismos de ajuste de preço pós-fechamento. No ano de 2020, 88% dos contratos utilizaram o capital de giro da mesma forma. Observa-se, com isso, a relevância do capital de giro para todos os mecanismos de ajuste de preço.

²⁸ MATIAS, Alberto B. *Finanças Corporativas de Curto Prazo: A Gestão do Valor do Capital de Giro* (V. 1), 2ª edição. São Paulo: Grupo GEN, 2014. E-book. 9788522484652. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788522484652/>. Acesso em: 22 ago. 2022.

²⁹ *Ibidem*, p. 10.

³⁰ SRS Acquiom, 2021, op. cit.

2.3.2 O EBITDA como parâmetro para ajuste de preço em operações de M&A

Conforme visto anteriormente, o EBITDA é um dos múltiplos a ser utilizado para calcular o valor da empresa. A sua função não se restringe apenas ao cálculo do valor da empresa, mas é também um parâmetro amplamente utilizado para o ajuste do preço.

No inglês significa *earnings before interest, taxes, depreciation and amortization* ou lucros antes dos juros, dos impostos, da depreciação e da amortização. Em síntese, essa métrica reflete a capacidade de geração de caixa de uma empresa, antes do pagamento de impostos, juros e dos sócios, no intuito de ser utilizada para arcar com os passivos, realizar investimentos, remunerar os sócios e o governo³¹. Na verdade, o que se busca com o EBITDA é saber a *performance* da empresa.

A sua ampla utilização para demonstração da *performance*, se dá pelo fato de que o seu cálculo é simples e o seu resultado é capaz de mostrar de forma satisfatória a capacidade de geração de caixa da empresa. Claro, existem as desvantagens que já foram abordadas no tópico relacionado aos múltiplos que podem ser novamente aplicadas para o EBITDA. Ainda assim, a questão é que esse múltiplo possui relevante aceitação no mercado de M&A.

O mesmo estudo mencionado acima, realizado pela SRS Acquiom, apurou que no ano de 2020, 24% dos contratos utilizaram o EBITDA como métrica nas cláusulas de *earn-out*. O EBITDA, porém, não pode ser utilizado apenas em cláusulas de *earn-out*, mas pode ser também parâmetro de cálculo a ser utilizado em quase todas - senão todas - as cláusulas de ajuste de preço.

2.3.3 O endividamento (dívida líquida) como parâmetro para ajuste de preço em operações de M&A

Além do capital de giro e análise da *performance* mediante o EBITDA, outro parâmetro comumente utilizado pelas partes é o endividamento. Isso porque, por meio do endividamento é possível verificar a liquidez de uma empresa.

31 MÁLAGA, Flávio K. **Análise de demonstrativos financeiros e da performance empresarial - Para empresas não financeiras**. São Paulo: Saint Paul Publishing (Brazil), 2017, p. 304

Ocorre que para a análise do endividamento existem duas fórmulas possíveis de serem aplicadas. A primeira é relacionada ao endividamento geral, que é calculado por meio da soma das dívidas (passivo circulante e passivo exigível a longo prazo) dividido pela soma total de ativos. A segunda é relacionada ao endividamento líquido, ou dívida líquida, que é calculado pela soma de todos os passivos da empresa menos os ativos. A existência de duas bases de cálculos distintas quer dizer que as partes precisam chegar a um acordo sobre o método de cálculo de endividamento, de forma que o método deve ser descrito no cálculo de ajuste de preço.

Da mesma forma que o capital de giro e o EBITDA, o endividamento também é um parâmetro bastante volátil, o que certamente altera o preço num curto espaço de tempo. Especialmente, considerando que pode haver uma demora entre o *signing* e o *closing* (fato que é bastante comum), o valor do endividamento tem grande chance de ter sido alterado. Com isso, o preço final tenderá a reduzir ou aumentar.

A partir do momento que se tem um parâmetro para verificar o endividamento de uma empresa a fim de obter uma resposta sobre a liquidez dessa empresa, não há dúvidas de que as empresas passariam a usá-lo como forma de ajustar o valor dado num momento anterior ao fechamento. Conforme o mesmo estudo acima indicado, no ano de 2019, 86% das empresas utilizaram o endividamento como parâmetro para ajuste de preço após o *closing*.

3 OS MECANISMOS DE AJUSTE DE PREÇO EM OPERAÇÕES DE FUSÕES E AQUISIÇÕES

Como visto, a complexidade da formação do preço, a dificuldade em encontrar as informações relevantes da empresa, a própria identificação de informações relevantes, a expectativa dos compradores e dos vendedores e o lapso temporal entre o *signing* e o *closing* justificam a utilização dos mecanismos de ajuste de preço. Quando as partes se deparam, então, diante de riscos e incertezas que demandem um ajuste de preço, precisam chegar a um acordo quanto ao mecanismo a ser utilizado que mais irá beneficiar a operação.

Existem diversos tipos de cláusulas que podem ser utilizadas, mas este trabalho, irá se limitar a analisar as cláusulas mais utilizadas como mecanismos de ajuste de preço, quais sejam: a cláusula de ajuste de preço (3.1), *earn-out* (3.2), *holdback/escrow-account* (3.3) e indenização (3.4).

3.1 A cláusula de ajuste de preço como mecanismo de ajuste de preço

Ao abordar o tema “mecanismos de ajuste de preço” entende-se que existem diversas formas de ajustar o preço. A premissa está correta, mas a cláusula de ajuste de preço não deve ser entendida de forma genérica como se entende mecanismo de ajuste de preço, pois essa cláusula é justamente um dos mecanismos a ser utilizado.

Conforme já mencionado na seção anterior, o período entre a assinatura do contrato e o fechamento da operação pode demorar dias, meses ou até um ano. É claro que pode acontecer das duas datas coincidirem, mas em muitas operações geralmente não é assim que funciona. As razões pelas quais esse lapso temporal acontece são: pode ser a espera por uma licença ou aprovação por órgãos regulatórios³², pode ser uma negociação de aspectos tributários, pode ser o período para conclusão da *due diligence*, dentre outros.

³² PAIVA, MARIANA *et al.* **Controvérsias Tributárias Dos Mecanismos Contratuais De Ajuste De Preço Em Operações De Fusões E Aquisições**. 2017. Dissertação (Mestre em Direito) - Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getulio Vargas, São Paulo, 2017, p. 149

Acontece que a fixação do preço base normalmente ocorre na assinatura do contrato, considerando parâmetros específicos, que são extremamente voláteis. Com o passar do tempo, naturalmente, o preço fixado em uma data específica, formulado com base nas métricas voláteis, sofre alteração com o passar do tempo.

Ou seja, a aplicação da cláusula de ajuste de preço ocorre quando na linha do tempo da operação tiver uma distância de tempo entre a assinatura e o fechamento do contrato, conforme ilustra a imagem abaixo³³:



Fonte: De autoria própria

É nesse lapso temporal que o ajuste de preço surge como uma forma de recalcular o preço no período do fechamento mediante parâmetros como o EBITDA, dívida líquida, capital de giro ou outro³⁴. As partes definem um preço base no momento da assinatura, mas, em razão de determinada circunstância que atrasará o fechamento da operação, acordam que o preço base será reajustado. O impacto pode ser para redução ou aumento do preço, a depender da análise.

Isso quer dizer que a cláusula de ajuste de preço prevê um impacto direto no preço avençado: A seguir um exemplo de cláusula de ajuste de preço incluída no acordo de investimento e outras avenças celebrado entre OI S.A – Em recuperação judicial e OI Móvel S.A – Em recuperação judicial com Globenet Cabos Submarinos, com a interveniência de Brasil Telecom Comunicação Multimídia S.A, celebrado em 14 de maio de 2021³⁵:

³³ Imagem produzida pela própria Autora.

³⁴ PAIVA, MARIANA, 2017, op. cite , p. 49

³⁵ Acordo de investimento e outras avenças celebrado entre OI S.A – Em recuperação judicial e OI Móvel S.A – Em recuperação judicial com Globenet Cabos Submarinos, com a interveniência de Brasil Telecom Comunicação Multimídia S.A em 14.5.2022. Disponível em: <https://recuperacaojudicialoi.com.br/wp-content/uploads/2021/05/05-512763-anexo-2-acordo-de-investimento-parte-1-de-8.pdf>

5.1.1.3. Ajustes do Valor de Referência. O Valor de Referência considera que o Investidor terá, na Data de Referência, o Capital de Giro do Investidor normalizado no montante de R\$ 60.000.000,00 (sessenta milhões de reais) (“Capital de Giro de Referência”) e o Endividamento Líquido de R\$ 0,00 (zero real) (“Endividamento Líquido de Referência”). **Caso os valores efetivos do Capital de Giro de Referência (“Capital de Giro Efetivo do Investidor”) e/ou do Endividamento Líquido de Referência (“Endividamento Líquido Efetivo do Investidor”), a serem apurados, com relação à Data de Referência, em até [-] após a Data de Fechamento, sejam diferentes do Capital de Giro de Referência e/ou do Endividamento Líquido de Referência, respectivamente, os seguintes ajustes deverão ser realizados imediatamente antes da Incorporação,** como condição para efetivação da Incorporação (“Ajuste de Incorporação”): $\text{Ajuste de Incorporação} = (\text{Capital de Giro Efetivo do Investidor} - \text{Capital de Giro de Referência}) - (\text{Endividamento Líquido Efetivo do Investidor} - \text{Endividamento Líquido de Referência})$ (grifos nossos)

3.2 O *Earn-out* como mecanismo de ajuste de preço

A cláusula de *earn-out*, também chamada de cláusula de determinação contingente do preço ou cláusula de complemento do preço, é uma alternativa para viabilizar a conclusão da operação quando as partes pretendem celebrar o contrato, mas contam com uma assimetria de informações ou com expectativas distintas entre o comprador e o vendedor que alteram a percepção do preço final. Essa cláusula transfere para o momento posterior ao da celebração do contrato o preço total a ser pago³⁶, com base na análise do desempenho da empresa-alvo ou em outras metas acordadas pelas partes. Explica-se.

Por meio do *earn-out*, as partes celebram um acordo para analisar o desempenho da empresa ou outro evento condicionante, por um período determinado de tempo depois do fechamento do negócio (período este chamado de *earn-out*), para que somente após seja paga a parcela (ou parcelas, a depender do acordo) do preço devido. Caso as metas sejam atingidas, torna-se exigível a parte contingenciada do preço, de forma que o vendedor ganhará como contrapartida um pagamento adicional, ao passo que o comprador não terá de investir um valor a maior do que inicialmente gostaria, sem conhecer, de fato, o desempenho da empresa-alvo.

O ajuste do preço com base no desempenho da empresa se justifica no fato de que a avaliação da sociedade nunca é completa o suficiente para determinar o preço. A avaliação da empresa, como já visto, depende de critérios subjetivos, de diversas variáveis para o *valuation*, assim como da visão do vendedor, que normalmente vai confiar nas projeções de seu negócio, e da visão do comprador, que adotará uma posição mais conservadora. Pelas constantes discordâncias entre as partes que buscam celebrar o contrato diante dos benefícios por ele

³⁶ MUSSNICH, Francisco, op. cite, p. 978

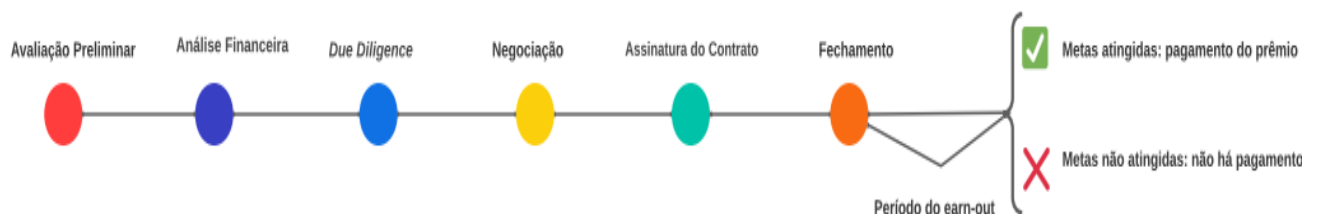
apresentados, é que se chega ao acordo de que o preço a prevalecer será aquele analisado após o período do *earn-out*. Nas palavras de Francisco Mussnich³⁷, trata-se de “concordar em discordar”.

Judith Martins Costa³⁸ define a cláusula de *earn-out* da seguinte maneira:

O Earn-out é uma forma de pagamento pelo 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

Abaixo a linha do tempo que tem como intuito ajudar o leitor a entender as circunstâncias em que a cláusula será aplicada:

Figura 6: Linha do tempo da clausula de *earn-out*



Fonte: De autoria própria

Quanto às metas, normalmente os compradores utilizam o atingimento de lucros ou determinado faturamento³⁹, mas não são as únicas metas. Em geral, as metas são as seguintes: (i) limites financeiros, que são normalmente ajustados com base no EBITDA, (ii) marcos empresariais ou gerenciais, como a aprovação de determinadas questões pelas agências governamentais e (iii) performance de desempenho no mercado, como a taxa de retorno relacionada ao preço das ações.

Os exemplos citados demonstram que as metas normalmente consistem em uma alteração de uma situação existente, ou seja, que o pagamento adicional do preço fica condicionado a eventos futuros e incertos preestabelecidos. Nesses casos, a cláusula assume uma modalidade positiva. Por sua vez, existem casos em que a meta é que não ocorra

³⁷ Ibidem, pp. 980 - 981

³⁸ 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.

³⁹ MUSSNICH, Francisco., op. cite, p. 980

determinado evento condicionante, o que resultará na devolução ao comprador de parte do preço pago ao vendedor. Nesses casos, a cláusula assume uma modalidade negativa.

Observa-se, assim, que os contratos que utilizam a cláusula de *earn-out*, em geral, possuem uma parcela do preço fixa, paga no fechamento da operação, e uma parcela variável, paga quando do acontecimento do evento condicionante. Considere-se a hipótese do evento condicionante resultar na devolução de determinado valor ou na ausência do dever de pagamento. A cláusula do contrato da CVC⁴⁰ demonstra justamente essa situação:

O FIP BTC, por meio da CBTC, adquiriu ações da Companhia através do Contrato de Compra e Venda de Ações e Outras Avenças firmado entre CBTC e FIP GJP (“Vendedor”), que inclui a Cláusula 2.6. – Pagamentos vinculados ao desempenho e define que a Companhia efetuará em favor do vendedor um pagamento vinculado ao desempenho no valor equivalente a até R\$ 75.000 corrigidos pelo IGP-M, calculado de acordo com os parâmetros abaixo. Em ambas as situações, a data do pagamento vinculado ao desempenho deverá ocorrer em 1o de janeiro de 2015.

Parâmetro de desempenho

- (i) Se a media aritmética do EBITDA da Companhia dos 5 (cinco) anos consecutivos entre 2010 e 2014, deflacionados pelo IGP-M, for igual ou superior a R\$ 250.000, a Companhia deverá pagar ao vendedor o valor de R\$ 75.000;
- (ii) Se a media aritmética do EBITDA for inferior a R\$ 239.000, não haverá a obrigação de pagamento adicional vinculado ao desempenho;
- (iii) Se a media aritmética do EBITDA da Companhia for entre R\$ 239.000 a R\$ 250.000, a Companhia deverá pagar ao vendedor um valor entre R\$ 50.000 até R\$ 75.000, calculados de forma proporcional.”

É importante deixar claro que não existe uma regra de como será redigida a cláusula de *earn-out*. Isso dependerá de cada negócio, pois cada um deles tem a sua métrica, a sua sazonalidade e o seu objetivo.

Independente da redação, a cláusula de *earn-out* possibilita o preenchimento dos interesses do comprador e do vendedor. Por isso mesmo que a utilização da cláusula pode assumir uma posição benéfica num primeiro olhar, já que, conforme Paulo Cesar Aragão⁴¹, (i) alinha interesses, (ii) reduz a assimetria informacional, (iii) reduz o risco de comportamentos oportunistas, (iv) aloca riscos, (v) permite que a avaliação da sociedade seja proveniente do faturamento e não apenas de prognósticos esperados pelas partes.

Apesar de parecer uma solução que será favorável para os dois lados, em verdade, em diversas situações o *earn-out* pode ser desfavorável para ambos. É curioso, pois se trata de uma forma de alocar riscos em as partes assumem esses riscos para si, uma vez que o comprador

⁴⁰ PAIVA, MARIANA, 2017, op cite, p. 61

⁴¹ GOUVÊA, Carlos *et al.* Fusões E Aquisições: Pareceres. São Paulo: Grupo Almedina, 2022, pp. 352 - 353

se compromete a pagar um valor a mais, bem como que o vendedor assume o risco de não receber os valores, caso não seja implementada a condição.

Mais do que isso, o *earn-out* demanda que as partes prevejam e previnam os acontecimentos futuros da empresa-alvo. Não é novidade que prever o futuro é algo extremamente complexo, e isso abre espaço para comportamentos oportunistas e estratégicos das partes. A partir do momento que se estabelece o pagamento de um valor adicional com base num evento futuro, que está intimamente ligado à condução e administração da empresa, surge um conflito e uma desconfiança sobre aquele que ficará responsável pela administração da sociedade no período do *earn-out*.

Se ficar acordado que o vendedor será responsável, ele provavelmente vai buscar acelerar o atingimento das metas para receber o prêmio estipulado na cláusula; se o comprador ficar como responsável, ele pode gerir a empresa para atrasar o atingimento das metas. Não se fala aqui que necessariamente essas partes atuarão de má-fé, mas quando se assume a condução de uma empresa cada pessoa pode priorizar medidas de formas diferentes, alterando o atingimento das metas que se teria caso o negócio seguisse o seu curso normal.

Por falar em curso normal do negócio, que é sempre um termo presente nessas cláusulas, é importante lembrar que a cláusula de *earn-out* é importada e não possui normas específicas. Conforme bem aponta Francisco Müssnich⁴², o grande problema dessas cláusulas é justamente a definição do curso normal dos negócios ou *normal course of business*, pois a lei societária não define o que é esse termo.

Pressupõe-se no mercado que a manutenção da empresa, a utilização do capital de giro para pagar as dívidas correntes da empresa, seria manter o curso normal do negócio. Se houver mudança na política de pessoal, se for realizado um endividamento da companhia, logicamente haverá uma interferência no que é lucro ou despesa ao longo de um período, o que poderá afetar as métricas utilizadas para o cálculo do ajuste de preço.

Diante dos desafios impostos pela própria cláusula e frente à ausência de legislação específica, as partes precisam regulamentar de forma clara e precisa os critérios e os

⁴² DIREITO EMPRESARIAL CAFÉ COM LEITE: #EP46: MÜSSNICH, FRANCISCO ANTUNES MACIEL. A cláusula de *earn-out* na aquisição de sociedade: solução ou postergação do problema?, op. cite.

termos em que se dará a execução do mecanismo, quais sejam⁴³: (i) fórmula do pagamento do preço adicional, (ii) as metas a serem atingidas (por exemplo, se for condicionado ao alcance de lucros, é importante estipular o indicador ou norma de contabilidade aplicável, etc), (iii) o período do *earn-out*, (iv) o procedimento após o fechamento quanto à forma de gerir a sociedade (nesse ponto, é importante delimitar critérios e limites para a atuação da administração, assim como os poderes de fiscalização e controle, dentre outros).

Observa-se, então, que a cláusula de *earn-out* pode ser uma grande aliada às partes para o fechamento do negócio. No entanto, é preciso ter cautela na negociação e, consequentemente, na redação da cláusula, uma vez que se trata de uma alternativa bastante delicada.

3.3 *Holdback e Escrow Account* como mecanismos de ajuste de preço

Seguindo uma lógica semelhante ao do *earn-out*, o *holdback* e a *escrow account* também surgem para resolver conflitos relacionados à assimetria de informações - afinal é a assimetria que movimenta a alocação de riscos num contrato de M&A. Mas, aqui, o propósito do mecanismo muda de lugar. Enquanto no *earn-out*, as partes estipulam que poderá haver uma indenização caso determinado fator venha e se concretizar ou não, no *holdback*, a ideia é formar uma garantia ao comprador a partir do preço já pago.

Explicando de uma forma melhor: quando o comprador apresenta determinado conflito a respeito de uma informação, ele garante o valor entendido como controvertido mediante retenção de parcela do preço a ser pago pela operação, por meio do mecanismo chamado de *holdback* e deposita esse valor em uma conta vinculada, chamada de *escrow account*, ou retém o valor consigo mesmo.

Ou seja, caso, por exemplo, uma contingência ambiental se materialize ou caso seja proferida sentença condenatória, o comprador já terá o valor disponível para arcar com esses passivos. Caso essas contingências não se materializem, o valor é liberado ao vendedor. Trata-se, então, de uma reserva de parte do preço para a eventualidade de o comprador ter que lidar com revés negativo de uma contingência originada na administração passada⁴⁴.

⁴³ MÜSSNICH, Francisco, op. cite, pp. 986 - 987

⁴⁴ PAIVA, MARIANA, 2017, op cite, p. 112

Nesses casos, o vendedor tem uma certeza maior de que receberá o valor retido, pois o montante já está depositado em uma conta separada, bastando que seja liberado após a confirmação de que a contingência não se materializou. Para o comprador, a percepção de certeza também é maior, uma vez que ele possui a garantia de que o valor a ser despendido já está disponível⁴⁵, sem precisar se preocupar com a disponibilidade do vendedor em arcar com valores de contingências após o fechamento.

A linha do tempo abaixo ilustra como funciona o *holdback* em uma operação de M&A:



Fonte: De autoria própria

As cláusulas abaixo retiradas do Edital de Oferta Pública Unificada para Aquisição de Ações Ordinárias Emitidas Por Companhia Providência Indústria e Comércio⁴⁶ são um exemplo de *Escrow account* e de *holdback*:

(b) Parcela em Escrow: o montante de R\$18.400.000,00 (dezoito milhões e quatrocentos mil reais), o qual corresponde a R\$0,32273 por ação, foi depositado na Data de Fechamento numa conta escrow e será usado para garantir a implementação de determinadas obrigações de indenização dos Acionistas Vendedores em relação à Ofertante, nos termos do SPA, desde que, no caso de tais obrigações não serem devidas, a Parcela em Escrow deverá ser liberada aos Acionistas Vendedores, em conformidade com os termos previstos no SPA.

(...)

(c) Valor Retido – Holdback: o montante de R\$106.869.003,96 (cento e seis milhões, oitocentos e sessenta e nove mil, três reais e noventa e seis centavos), o qual corresponde a R\$1,87447 por ação, será pago aos Acionistas Vendedores em determinadas circunstâncias definidas no SPA, e estará sujeito ao acréscimo de uma taxa fixa de juros de 9,5% ao ano, contado a partir da Data de Fechamento.

Ambas as cláusulas são importadas e, portanto, a depender do caso, precisam de ajustes para a utilização no Brasil. Em especial, a *escrow account*, é uma conta vinculada, que

⁴⁵ Ibidem, p. 113

⁴⁶ Edital de Oferta Pública Unificada para Aquisição de Ações Ordinárias Emitidas Por Companhia Providência Indústria e Comércio. Disponível em: https://sistemas.cvm.gov.br/dados/LaudEditOpa/RJ-2014-07376/20150911_Edital.pdf

costuma ser formalizada por meio de um contrato chamado de “contrato de prestação de serviços de administração de conta controlada” ou “contrato de depósito em garantia”, sendo sempre relacionado ao contrato de compra e venda de participação societária.

A principal diferença entre a *escrow account* americana e a conta vinculada brasileira é que, na americana, existe a figura de um agente fiduciário⁴⁷, que recebe o bem e a titularidade do bem, no intuito da conta ficar desvinculada do nome do vendedor e do comprador. No Brasil, essa regulamentação não existe, então, o mercado criou a saída de colocar a titularidade da conta em nome do vendedor, do comprador ou da empresa-alvo da transação e cuja movimentação estará limitada por disposições contratuais.

Ainda, é importante destacar que apesar da *escrow account* ter sido tratada no mesmo tópico do *holdback*, essa conta não é utilizada apenas vinculada a essas cláusulas. Há, também, uso como garantia nas cláusulas de *earn-out*.

3.4 A cláusula de indenização como mecanismo de ajuste de preço

Outro mecanismo capaz de alocar riscos é a cláusula de indenização. Essa cláusula é muito importante no Brasil e é amplamente utilizada nos contratos brasileiros, além do mais, é uma cláusula que traz discussões importantes quando analisadas as divergências entre os tribunais arbitrais e o judiciário brasileiro, que serão melhor abordadas nas seções 3 e 4.

Antes de passar para essa análise, porém, importa entender o que seria a cláusula de indenização. Para o contexto de ajuste de preço, as cláusulas de indenização geralmente podem ser previstas em duas hipóteses⁴⁸: indenização por perdas decorrentes das declarações e garantias; e indenização por perdas decorrentes de fatos ocorridos antes do fechamento da operação que somente vieram ao conhecimento das partes (normalmente, o comprador) após o

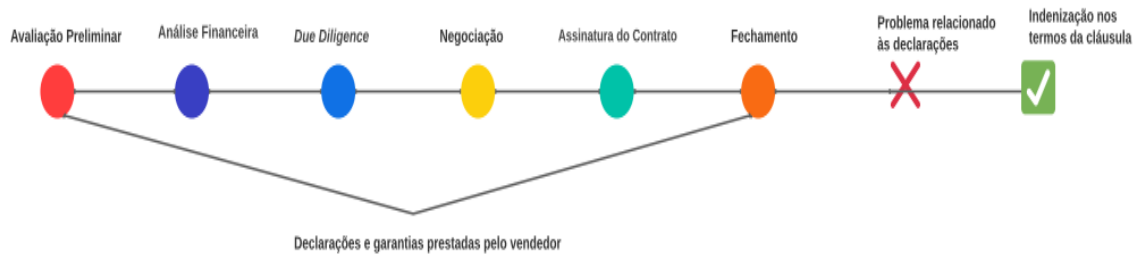
47 Nesse ponto, embora o Brasil não tenha incorporado essa figura, os arts. 66 a 70 da Lei n. 6.404/1976, prevê a figura do agente fiduciário dos debenturistas, pois este exerce uma função de administração autárquica, independente, para seu exercício, da vontade dos debenturistas. As funções que se assemelham ao agente fiduciário descrito. É o que indica Graziella Mosareli Kayono em sua dissertação de mestrado “A Conta Vinculada (Escrow Account) em Operações de Fusão e Aquisição: Resolução de Impasses sobre Liberação dos Recursos Depositados”, São Paulo, 2019, pp. 42 - 43.

48 GORESCU, Carla. **Delimitação da indenização em operações de fusões e aquisições no Brasil**. Orientador: Mariana Pargendler. 2019. Dissertação (Mestrado em Direito) - Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getulio Vargas, São Paulo, 2019, p. 23

closing. Não é demais destacar que os contratos de M&A também contam com cláusulas de indenização por violação de obrigação contratual.

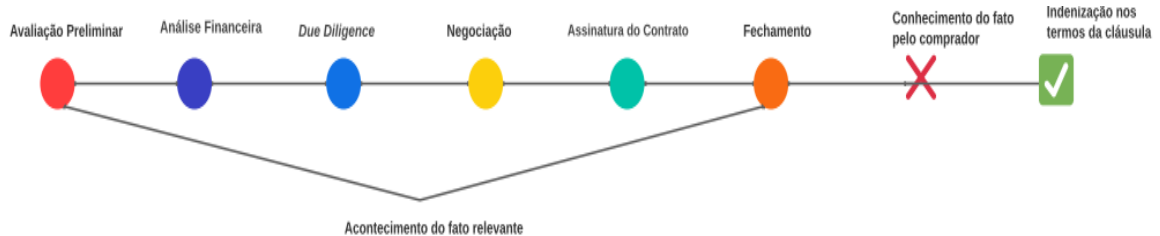
As linhas do tempo abaixo ilustram as duas hipóteses de indenização descritas:

Figura 8: Linha do tempo da cláusula de indenização por perdas decorrentes das declarações e garantias



Fonte: De autoria própria

Figura 9: Linha do tempo da cláusula de indenização por perdas decorrentes de fatos ocorridos antes da operação



Fonte: De autoria própria

Com relação à primeira hipótese, as cláusulas de declarações e garantias estão relacionadas ao dever do vendedor de informar ao comprador fatos relevantes da sociedade-alvo, que, caso fossem de conhecimento do comprador, afetariam em sua decisão de realizar a operação e de precificar a sociedade. Novamente nos deparamos com um “remédio” para aliviar a assimetria informacional entre as partes.

Diferente da *due diligence*, que é uma auditoria para busca por informações, as declarações e garantias são informações prestadas diretamente pelo vendedor com a garantia de que qualquer problema ocasionado por aquela informação, depois do *closing*, será indenizado. A lógica é resolver a assimetria informacional de forma mais rápida e menos custosa. Por óbvio,

o instituto está baseado na boa-fé objetiva, em razão da presunção de veracidade das informações ali prestadas.

Em geral, as listas das declarações e garantias previstas no contrato são bastante extensas para poder abarcar a maior quantidade de informações. A indenização por imprecisão das declarações e garantias decorre, então, das informações incompletas ou deformadas que foram prestadas naquela lista.

A seguir, um exemplo de cláusula de indenização com base nas declarações e garantias prestadas pela vendedora Itaúsa - Investimentos Itaú S.A à compradora Kilimanjaro Brasil Partners I B - Fundo de Investimento em Participações Multiestratégia Investimento no Exterior na operação de compra e venda de ações realizada em 26.4.2018:

9.1 Indenização das Partes Indenizadas da Compradora. A Vendedora deverá indenizar, defender e eximir a Compradora, suas Afiliadas (incluindo a Sociedade e as Subsidiárias após o Fechamento) e seus respectivos diretores, conselheiros, representantes, sucessores e cessionários (cada, uma "Parte Indenizada da Compradora") contra todas e quaisquer perdas, danos, prejuízos, custos e despesas (incluindo custos e honorários advocatícios razoáveis) (conjuntamente, "Prejuízos", e individualmente "Prejuízo") efetivamente sofridos, incorridos ou desembolsados por qualquer Parte Indenizada da Compradora como resultado de: (i) **qualquer violação de quaisquer declarações e garantias feitas nos termos da Cláusula 8.1** ou subcláusulas, observado que eventuais qualificadores de materialidade, relevância e conhecimento contidos em tal Cláusula não serão considerados para fins de definição sobre se um determinado Prejuízo é indenizável nos termos deste Contrato (...)⁴⁹

Apesar de o vendedor ser o lado que mais presta informações relevantes para a operação, o comprador também pode prestar as suas informações para o prosseguimento da operação. Não se trata de uma cláusula feita exclusivamente para o vendedor, mas sabe-se que as informações da empresa-alvo possuem maior relevância em operações de fusões e aquisições.

Com relação à segunda hipótese, a cláusula de indenização também pode estar relacionada a atos, fatos e omissões referentes a problemas ocorridos antes da operação. Nesse caso, a ideia é obter a indenização após o *closing* por passivos ou contingências que surgiram antes do fechamento da operação. O contrato acima mencionado celebrado entre a Itaúsa - S.A e Kilimanjaro Brasil Partners I B - Fundo de Investimento em Participações Multiestratégia Investimento no Exterior também prevê indenização para essa hipótese de perdas:

49 Disponível em: https://sistemas.cvm.gov.br/dados/LaudEditOpa/RJ-2018-04437/20180807_Contrato_de_Compra_e_Venda_de_A%C3%A7%C3%B5es.pdf. Acesso em 31.8.2022

9.1 Indenização das Partes Indenizadas da Compradora. **A Vendedora deverá indenizar, defender e eximir a Compradora**, suas Afiliadas (incluindo a Sociedade e as Subsidiárias após o Fechamento) e seus respectivos diretores, conselheiros, representantes, sucessores e cessionários (cada, uma "Parte Indenizada da Compradora") de e contra todas e quaisquer perdas, danos, prejuízos, custos e despesas (incluindo custos e honorários advocatícios razoáveis) (conjuntamente, "Prejuízos", e individualmente "Prejuízo") efetivamente sofridos, incorridos ou desembolsados por qualquer Parte Indenizada da Compradora como resultado de: (...) (iv) **atos, fatos ou omissões relacionadas à Sociedade ou a qualquer de suas Subsidiárias ou às obrigações da Sociedade (ou de qualquer de suas Subsidiárias) que tenham A / ocorrido antes da Data de Fechamento** e todo e qualquer passivo, contingência absoluto, de qualquer natureza, incluindo, sem limitação, trabalhista, previdenciário, fiscal, cível, securitário, tributário, financeiro, ambiental (restrito aos termos da Cláusula 7.5 (ix), regulatório, ou qualquer outro da Sociedade (ou de qualquer de suas Subsidiárias), relacionado a fatos ocorridos ou atos praticados ou omissões até a Data de Fechamento, inclusive, ainda que seus efeitos somente se materializem no futuro, identificadas ou não no curso do processo de *due diligence*, informadas ou não por meio das declarações e garantias prestadas no âmbito deste Contrato, de conhecimento ou não da Vendedora, sem limitação daqueles identificados neste Contrato e em seus Anexos; e/ou (v) **atos, fatos, omissões, obrigações, ou demandas de qualquer natureza, relacionadas à Vendedora ou a quaisquer entidades atual, futura ou anteriormente detidas direta ou indiretamente pela Vendedora (que não a Sociedade), ocorridos a qualquer tempo, conhecidos ou não nesta data**, que venham a ser imputados ou de outra forma cobrados de qualquer Parte Indenizada da Compradora, inclusive a Sociedade.⁵⁰

Em muitos casos as partes convencionam por limitar ou excluir a indenização. Para isso, utiliza-se a cláusula limitativa do dever de indenizar e/ou a cláusula exoneratória do dever de indenizar. Explica-se.

A cláusula limitativa do dever de indenizar tem por finalidade limitar o valor da indenização a ser paga pelo devedor, mediante a pactuação prévia do valor máximo devido, caso o dano venha a ocorrer⁵¹. O objetivo, então, é de reduzir o montante indenizatório, que, sem a limitação, estaria sujeito ao princípio da reparação integral.

A cláusula limitativa de indenização, em geral, regula um valor fixo mínimo (piso) ou máximo (teto)⁵² para indenização em eventual descumprimento das obrigações contratuais. Isso não quer dizer, porém, que esse valor é invariável, mas apenas que o dano somente será indenizado a partir ou até aquele montante específico, ainda que a quantia apurada para a indenização supere a limitação contratual. Caso o valor dos danos não atinja a quantia

⁵⁰ Idem

⁵¹ AVELAR, Letícia. **A cláusula de não indenizar**: uma releitura do instituto à luz do atual código civil brasileiro. Orientador: Giselda Maria Fernandes Novaes Hironaka. 2011. Dissertação (Mestrado em Direito Civil) - Universidade De São Paulo, São Paulo, 2011 p. 43.

⁵² O valor máximo a ser indenizado é chamado de *cap*, enquanto o valor mínimo para o início da indenização, é chamado de *basket*.

estabelecida na cláusula, então será pago o menor valor apurado. Abaixo um exemplo extraído do mesmo contrato acima mencionado:

Exceto conforme previsto no item (v), a Vendedora somente será obrigada a pagar às Partes Indenizadas da Compradora por Prejuízos nos termos da Cláusula 9.1 (a) **quando o valor total de todos esses Prejuízos exceder um valor igual a R\$5.000.000,00 (cinco milhões de reais)** (o *Basket*), ajustado pela Taxa SELIC a partir da Data de Fechamento, estabelecido, contudo, que sendo o *Basket* atingido, a Parte Indenizada da Compradora terá direito a indenização pelo montante total dos Prejuízos, ou (b) a cada 6 (seis) meses a partir da Data de Fechamento, independentemente de o *Basket* ter sido alcançado, das duas hipóteses o que ocorrer primeiro de tempos em tempos. (...) Exceto conforme previsto no item (v), **a obrigação de indenização da Vendedora de acordo com o presente Contrato será limitada ao Preço de Compra Final (conforme valor líquido e certo acordado entre as Partes até a data de apuração do Prejuízo) em relação a uma violação de uma declaração e garantia prestada na Cláusula 8.1 ou subcláusulas e/ou violação ou descumprimento de quaisquer avenças ou obrigações da Sociedade (até a Data de Fechamento) ou da Vendedora** nos termos deste instrumento e/ou descumprimento da Cláusula 9.1(iv) ("Cap"). O Cap deverá ser atualizado pela Taxa SELIC a partir da Data de Fechamento

Outra hipótese, é referente à limitação dos tipos de danos que serão indenizados. Por exemplo, as partes convencionam que somente os danos emergentes serão indenizados, ficando sem reparação os lucros cessantes. É interessante notar que essa cláusula pode deixar de ser limitativa e passar a ter uma conotação de cláusula de exclusão do dever de indenizar quando o dano a ser reparado é justamente aquele objeto da cláusula de limitação⁵³.

Além disso, há a possibilidade de limitar a indenização com base nos fundamentos do dever de indenizar. Por exemplo, somente se indeniza caso as partes ajam com dolo ou culpa grave⁵⁴.

A cláusula de exoneração do dever de indenizar é quando a limitação atinge o seu máximo e passa a ser uma excludente. Aguiar Dias aponta que essa cláusula “não é mais do que a exageração da limitação, a ponto de suprimir as perdas e danos”⁵⁵. Essas cláusulas também possuem diversas hipóteses de aplicação, mas pode ser citado como exemplo os casos de exclusão de indenização em situações de caso fortuito e força maior.

Apesar da possibilidade de indenizar, limitar ou excluir a indenização, é importante sempre ter em mente que todos esses institutos são importados, sendo adaptados - ou não - para

53 AVELAR, 2011, op. cite, p. 46

54 Conforme aponta Avelar, não é admissível a cláusula que isenta a indenização quando a parte agir com dolo ou culpa grave.

55 AVELAR, 2011, op. cite, p. 56

a realidade brasileira. Em geral, a possibilidade de limitar ou de excluir hipóteses de indenização no Brasil é fundamentada com base nos princípios da autonomia da vontade, liberdade contratual e força cogente das obrigações contratuais⁵⁶. Ocorre que essa admissibilidade contém limites, que serão melhor delineados na seção 4, quando da análise das decisões dos tribunais pátrios quanto à indenização em operações de M&A.

Quanto aos danos excluídos ou limitados, é importante pontuar que, assim como os demais mecanismos de ajuste, a cláusula de indenização no processo de fusão e aquisição, sofre grande influência dos contratos celebrados em países que adotam o sistema *common law*. Quando é realizada a limitação dos danos indenizáveis, é comum encontrar a exclusão de lucros cessantes, perda de uma chance, danos indiretos, danos extrapatrimoniais. As exceções são inspiradas nas exclusões do *common law*, como os *consequential damages*, *loss of profits*, *punitive damages* e outros⁵⁷.

No Brasil, conceituar “dano” não é muito fácil. Existem diversos conceitos descritos na doutrina: Judith Martins-Costa⁵⁸ diz que dano é um conceito construído e situado; a teoria clássica relacionava dano ao patrimônio; a visão naturalista de Agostinho Alvim defende a existência do sentido amplo, para dano de qualquer bem jurídico, e do sentido estrito, para a lesão ao patrimônio. Apesar disso, da dificuldade em conceituar, sabe-se que o direito brasileiro indeniza dano certo, direto, atual ou futuro⁵⁹, ou seja, não se indeniza dano hipotético ou eventual.

Para casos como esses em que se visa uma reparação geralmente pelo inadimplemento contratual, basicamente, o devedor irá responder por perdas e danos, previsto no art. 389 do CC, que abrangem os danos emergentes e os lucros cessantes, previstos no art. 402 do CC⁶⁰. Em síntese, os danos emergentes são relacionados aos prejuízos efetivamente sofridos pelo inadimplemento de uma obrigação contratual, enquanto os lucros cessantes é o que razoavelmente deixou-se de lucrar (note-se que não se trata de um dano hipotético).

56 Ibidem, pp. 46 - 50

57 GORESCU, 2019, op. cite, p. 13.

58 Ibidem, p. 37

59 NANNI, Giovanni, A Fixação do Dano na Jurisprudência Arbitral', Revista Brasileira de Arbitragem, (© Comitê Brasileiro de Arbitragem CBAr & IOB; Comitê Brasileiro de Arbitragem CBAr & IOB 2012, Volume IX Issue 36) pp. 7 - 26

60 Ibidem.

Ocorre que no ordenamento jurídico brasileiro, a composição do dano ressarcível é governada por princípios e regras particulares, e pode ser bem mais amplo do que a indenização por danos emergentes e/ou lucros cessantes. Fato é que o ressarcimento do dano será sempre governado pelo princípio da reparação integral.

Esse princípio é caracterizado pela obrigação do ressarcimento dos danos sofridos em toda a sua extensão. Ou seja, busca-se colocar àquele que sofreu o dano em uma situação semelhante à que se encontrava antes do inadimplemento, no sentido de que a reparação deve ser relacionada a todos os prejuízos econômicos incorridos⁶¹. O princípio da reparação integral é disciplinado pelo art. 944 do CC.

Conforme se verá a seguir, em razão da indenização ser utilizada nos contratos brasileiros com muita influência dos contratos americanos e, devido à recepção de outros tipos de danos pelos árbitros dos tribunais arbitrais de casos brasileiros, é um ponto de grande conflito.

61 Ibid.

4 DECISÕES DOS TRIBUNAIS ARBITRAIS QUANTO AOS MECANISMOS DE AJUSTE DE PREÇO

A arbitragem é uma forma de resolução de conflitos que possui ampla utilização nas operações de fusões e aquisições no Brasil, em razão da celeridade, especialização, confidencialidade, dentre outros aspectos considerados relevantes. O número de arbitragens no Brasil tem crescido de forma considerável. Além disso, no Brasil, o Superior Tribunal de Justiça é responsável por realizar a homologação de sentença arbitral estrangeira.

Conforme bem aponta Gorescu⁶², a vasta adoção da arbitragem, a utilização e aplicabilidade de institutos importados, aliada à incompletude dos contratos de fusões e aquisições, geram um ambiente de insegurança jurídica para as partes. Além disso, há também a possibilidade de decisões arbitrais não serem admitidas nos tribunais pátrios, o que pode aumentar a insegurança jurídica.

Por essa razão, é que esse trabalho se propôs a analisar as decisões relacionadas especificamente aos mecanismos de ajuste de preço em processos de fusões e aquisições, que foram proferidas nos tribunais arbitrais com a aplicação da legislação brasileira, além de analisar as decisões proferidas no âmbito do Superior Tribunal de Justiça e do Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo.

A pesquisa das decisões arbitrais foi realizada nas bases de dados Kluwer, Decisões e JusMundi. Os critérios de pesquisa seguiram os mecanismos de busca a seguir: "indenização", "ajuste de preço", "aquisição", "'earnout" OU "earn-out" OU "earn-outs", "'earnout" OU "earn-out" OU "earn-outs" E "arbitragem", "holdback", "holback" E "arbitragem", "escrow-account" OU "escrowaccount", "escrow-account" OU "conta vinculada", "mecanismos de ajuste de preço" E "fusões e aquisições", "mecanismos de ajuste de preço" E "M&A", "mecanismos de ajuste de preço" E "fusões", "ajuste de preço" E "M&A", "ajuste de preço" E "fusões e aquisições". Por meio desses mecanismos, foram identificados 4 julgados proferidos diante de tribunais arbitrais, que serão a seguir delineados.

62 GORESCU, 2019, op. cite, p. 95

4.1 Questões sobre mecanismos de ajuste de preço no caso ASA Bioenergy Holding A.G. and others v. Mr. Adriano Ometto and Adriano Ometto Agrícola, ICC Case No. 16176/JRF/CA e ICC Case No. 16.513

Em 4.8.2007, após um período de três meses de *due diligences* e negociações, foi assinado o Contrato de Compra e Venda das Quotas entre Adriano Ometto Participações Ltda (“Adriano Ometto” ou “Vendedor”) e ASA Bioenergy Holding A.G (“ASA Bioenergy” ou “Compradora”), no qual ficou estabelecido que Adriano transferiria à ASA Bioenergy Holding S.A o controle do denominado Grupo Dedini Agro (“Grupo Dedini”).

Em 26.9.2007, foi, então, realizado o fechamento da operação com o pagamento do preço de aquisição. A cláusula de preço prevista no Contrato, determinava que o preço da aquisição seria de US\$ 327.416.756,00, dos quais, como aponta Gorescu⁶³:

(i) aproximadamente US\$282 milhões foram pagos pela compradora ao vendedor; (ii) US\$15,5 milhões foram depositados em conta garantia como forma de garantir eventuais indenizações que venham a ser devidas à compradora; e (iii) US\$30 milhões foram depositados em conta garantia em benefício do vendedor, para liberação mediante constatação da disponibilidade ao final da safra de 2008/2009 de volume entre 7 e 7,2 milhões de toneladas de cana-de-açúcar pelas sociedades e terceiros parceiros ou fornecedores das sociedades (sendo que o vendedor receberia US\$100 por tonelada de cana-de-açúcar entre 7 e 7,2 milhões).

A forma de cálculo do preço foi uma questão bastante discutida, como normal de uma operação complexa com valores expressivos. De acordo com a ASA Bioenergy Holding, o preço foi calculado com base num *enterprise value* de US\$ 714 milhões, do qual teria sido deduzido o valor do endividamento do grupo, resultando no valor de US\$ 327,4 milhões. Por sua vez, Adriano Ometto, afirmou que o preço considerou a capacidade das usinas de 6,1 milhões de toneladas por US\$ 112,00 a tonelada.

Ocorre que após assumir o controle do Grupo, a ASA Bioenergy entendeu que o vendedor, Adriano Ometto, teria manipulado e omitido diversas informações durante a auditoria e o processo de negociação, bem como teria violado a cláusula de declarações e garantias. Por essa razão, a ASA Bioenergy Holding S.A propôs duas arbitragens perante a Câmara Internacional do Comércio (CCI), sediada em Nova Iorque, com a aplicação da legislação brasileira.

⁶³ Ibidem, pp. 96 97

No procedimento arbitral CCI n. 16.176, a ASA Bionergy alegou que: (i) o vendedor teria prestado informação falsa quanto ao swap de maio, violando o art. 3.9 do contrato; (ii) o vendedor não teria constituído provisão para pagamento de penalidades decorrentes de contratos de liquidação antecipada; (iii) os pagamentos de FGTS devidos a empregados caberiam ao vendedor; (iv) teriam sido prestadas declarações falsas quanto ao plano de aumento dos salários dos empregados; e (v) seria obrigação da vendedora arcar com os custos de processos indenizatórios instaurados por terceiros.

No procedimento arbitral CCI n. 16.513, a ASA Bionergy alegou que: (i) teria sido prestada informação falsa quanto à capacidade de moagem das usinas, pois o vendedor informou que as duas usinas do Grupo tinham capacidade de processar 6,1 milhões de toneladas de cana-de-açúcar na safra de 2007/2008 e teria capacidade de moagem de 7,1 milhões de toneladas de cana-de-açúcar na safra de 2008/2009; (ii) teria sido prestada informação falsa quanto aos custos agrícolas; (iii) violação de garantias, uma vez que o vendedor teria assinado 13 contratos em condições desfavoráveis; (iv) violação de garantias ambientais; (v) o vendedor seria responsável pelas obrigações fiscais; (vi) o vendedor seria responsável por notas promissórias relativas à antiga associação da empresa na cooperativa da Copersucar; (vii) violação do contrato no que tange à operação da fazenda Vista Alegre; (viii) violação do contrato no que tange ao empréstimo ao Supermercado J.Castor, bem como à contabilidade de créditos junto ao Banco Santos; e (ix) ausência de amortização da dívida da família Denardi.

Com relação à capacidade de moagem, a ASA Bioenergy alega que ao assumir o controle das usinas, somente foi possível processar 6,1 milhões de toneladas para a safra de 2008/2009. Assim, pediu indenização de US\$ 100,00 por tonelada que deveria ter sido produzida e não foi. Alternativamente, requereu o (i) reembolso dos custos de investimento adicional que seria necessário para alcançar a capacidade de 7,1 milhões por toneladas, (ii) indenização por lucros cessantes, em razão da produção inferior nas safras de 2008/2009 e 2009/2010. No Contrato, a cláusula de indenização em benefício da compradora estava redigida da seguinte forma:

9.2 – Indenização pelo VENDEDOR. Observado o disposto nas Cláusulas 9.4 e 9.5 abaixo, o VENDEDOR indenizará, eximirá de responsabilidade e manterá isenta a COMPRADORA e/ou as SOCIEDADES relativamente a qualquer Prejuízo em que a COMPRADORA e/ou as SOCIEDADES venham a incorrer em razão de: (a) qualquer violação das declarações e garantias prestadas pelo VENDEDOR no presente Contrato; (b) qualquer violação de obrigação, avença ou acordo do VENDEDOR em favor da COMPRADORA, nos termos avençados neste Contrato e/ou (c) qualquer ato ou fato praticado ou omitido ou ocorrido pelas SOCIEDADES ou pelo VENDEDOR

até a Data do Fechamento, ainda que surgido ou revelado posteriormente à Data do Fechamento, que tenha sido praticado ou cometido em violação das obrigações legais, contratuais (exceto pelas cláusulas de mudança de controle de alguns contratos financeiros), ou estatutárias das SOCIEDADES e de seus administradores e que não esteja previsto nas Demonstrações Financeiras.

Prejuízo Perdas, danos, custos, despesas (inclusive, mas não se limitando a pagamentos de tributos, contribuições e passivos trabalhistas, honorários advocatícios e despesas desembolsadas razoáveis), sejam de natureza tributária, trabalhista, cível, financeira, contratual, societária, consumidor, comercial, ambiental ou de qualquer outra natureza, bem como todos os juros e multas relacionados aos itens citados, se existentes, decorrentes das hipóteses previstas na Cláusula 9.2.”⁶⁴

Na sentença arbitral, quanto ao cálculo do preço de compra, o Tribunal entendeu que o preço foi baseado na capacidade de moagem das usinas, considerada a capacidade de 7,1 milhões de toneladas. Nessa linha, a Compradora defendeu que o preço de compra foi baseado nessa capacidade, considerando o valor de US\$ 100,00 por tonelada.

Quanto às declarações e garantias, os árbitros consideraram que o vendedor tinha a intenção de manipular a venda quanto à capacidade de moagem das usinas, induzindo a compradora ao erro, a fim de superavaliar o Grupo. Os árbitros entenderam que o vendedor violou a cláusula de declarações e garantias, incorrendo em dolo accidental, conforme o art. 146 do Código Civil.

Assim, o Tribunal Arbitral fixou indenização em US\$ 100 milhões, considerando que não foram produzidos 1 milhão de toneladas na safra de 2008/2009 e que o preço pago por tonelada foi de US\$ 100,00. O árbitro brasileiro, José Emílio, defendeu que a ASA Bioenergy deveria ser indenizada pelos valores despendidos com os investimentos realizados para chegar à capacidade prometida por Adriano Ometto e, caso aplicável, deveria ser calculada a indenização por lucros cessantes. Isso porque, segundo o árbitro, o princípio da reparação integral prevê que a indenização seja medida pela extensão do dano e que o sistema brasileiro não reconhece danos futuros e hipotéticos.

Após as sentenças arbitrais, Adriano Ometto pleiteou a anulação das decisões perante a Corte do Distrito Sul de Nova Iorque, mas ambos os pedidos foram negados em primeira e em segunda instância. Conforme será apresentado na seção 5, enquanto Adriano Ometto buscava a anulação perante a corte estrangeira, a Compradora ajuizou pedido de homologação de sentença estrangeira junto ao STJ.

⁶⁴ Ibid, p. 97

4.2 Questões sobre mecanismos de ajuste de preço no caso Adavium Medical comércio e importação de equipamentos e Produtos Médicos do Brasil et al. v. Luiz Francisco de Bellis Mascaretti et al., CMA Case No 437

Neste caso, foi celebrado um Contrato de Compra e Venda de Quotas e Outras Avenças entre Luiz Francisco de Bellis Mascaretti (“Luiz”) e Lrm Serviços de Manutenção em Equipamentos e Máquinas de Laboratórios LTDA (“LRM”), como vendedores, e Adavium Medical Comércio e Importação de Equipamentos e Produtos Médicos do Brasil Ltda (“Advium”), como compradora, para a compra da Alka Tecnologia e Diagnósticos Comércio, Importação e Exportação de Produtos LTDA (“Alka”).

O preço da sociedade-alvo deveria ser pago em três parcelas da seguinte forma: a primeira, no valor de 1.300.000,00 (um milhão e trezentos reais), paga quando da assinatura do Contrato; a segunda, no valor de R\$ 500.000,00 (quinhentos mil reais), paga mediante a emissão de nota promissória com vencimento para 31 de janeiro de 2016; a terceira, correspondente ao valor de 4.500.000,00 (quatro milhões e quinhentos mil reais), a ser paga até 31 de janeiro de 2016; e o saldo remanescente seria calculado com base na fórmula introduzida pela cláusula 4.2 do Contrato, de modo a ser dividido em três parcelas, com vencimento datado, respectivamente, para 31 dezembro de 2016, 31 dezembro de 2017 e 31 dezembro de 2018.

Além do Contrato de Compra e Venda, as partes firmaram ainda, (i) Contrato de Penhor e Direitos Creditícios, a fim de possibilitar o penhor dos créditos do grupo Adavium, até o limite de R\$ 15.000.000,00, para caso a Adavium não fornecesse a garantia devida; (ii) Contrato Executivo Estatutário, a fim de contratar Luiz Francisco para diretor estatutário para gerir as atividades da Alka ou de qualquer outra empresa do grupo da qual a Adavium era parte, pelo período entre 24.12.2015 e 31.12.2018.

Durante o processo de compra, foram realizadas duas *due diligences*, além de terem sido prestadas declarações e garantias pelo vendedor Luiz, no intuito de alocar os riscos no preço de compra. Pelo o que se pode extrair da decisão arbitral, as partes acordaram pela inclusão de uma cláusula de indenização:

7.3. Procedimentos para Indenização. Caso a Compradora, a Sociedade ou os Vendedores, conforme o caso (a “Parte Indenizada”), tomem conhecimento de fatos que possam ensejar obrigação de indenização pelos Vendedores, pela Compradora ou pela Sociedade (“Evento sujeito à Indenização”), independentemente de o Evento Sujeito à Indenização envolver um terceiro, a Compradora, a Sociedade Ou os

Vendedores, conforme o caso, deverão enviar notificação por escrito (a "Notificação de Indenização") à outra Parte ("Parte Indenizadora"), prontamente e não após o período equivalente à metade do prazo concedido para o cumprimento da obrigação ou para apresentação de defesa após a ciência do Evento Sujeito à Indenização, devendo a Notificação informar os detalhes do Evento Sujeito à Indenização e ser instruída com a documentação a ele relacionada. A Parte Indenizadora deverá responder a Notificação no prazo de 5 (cinco) dias úteis contados de seu recebimento (ou emprego inferior, caso a circunstância assim requeira), ressalvando-se, contudo, que o atraso na entrega de qualquer Notificação pela Parte Indenizada à Parte Indenizadora não eximirá a Parte Indenizadora de suas obrigações estabelecidas neste Contrato, exceto e na medida exata em que a Parte indenizadora for prejudicada por tal atraso, especialmente se tal atraso tiver impedido a Parte Indenizadora de apresentar defesa por ausência de tempo hábil.

Antes de mais nada, é importante observar que a cláusula em questão não é clara e apresenta redação confusa. Não se trata de uma cláusula que aborda especificamente eventual ajuste de preço, eventual violação às declarações e garantias. Essas questões dificultam a análise do tribunal arbitral e conferem maior risco ao risco contrato.

Ainda assim, em sua decisão, o Tribunal Arbitral entendeu que essa cláusula tem por finalidade garantir a qualquer uma das partes a prerrogativa de poder ter ampla ciência e defender-se frente a situações em relação às quais, nos termos da avença e da matriz contratual de alocação de riscos, possa vir a ser responsabilizada patrimonialmente.

Mesmo diante das diligências tomadas para fins de identificação de contingências e ajuste de preço, após o fechamento do negócio e a divulgação para o mercado, a Adavium tomou conhecimento de que o cliente laboratório DASA, o mais importante para a operação na visão da Adavium, já não iria adquirir a linha de hormônios esotéricos, o que representaria uma redução em torno de 14% do faturamento da Alka. A Requerente alega que a informação de que a DASA já não seria cliente da sociedade-alvo era anterior ao fechamento da operação e, portanto, o Luiz deixou de cumprir com o dever de informar, em descumprimento à cláusula de declarações e garantias. Abaixo a cláusula de declarações e garantias do Contrato:

5.1. Declarações e Garantias dos Vendedores. Os Vendedores, pelo presente Contrato, obrigam-se de forma solidária e sem benefício de ordem, pela veracidade, abrangência, completude e precisão das declarações e garantias apresentadas abaixo com relação a si e à Sociedade referente a período anterior à presente data (exceto se referente a uma data específica). (...)

5.1.21. Ausência de informações relevantes não divulgadas. Os Vendedores divulgaram à Companhia todas as informações relevantes a respeito da Sociedade, as quais são fiéis e verdadeiras. Os Vendedores Presumem e reconhecem que a Compradora celebrou o presente Contrato confiando nas informações fornecidas pelos vendedores. (...)

5.1.24. Inexistência de alteração significativa na Sociedade. De 31 de dezembro até a presente data, os negócios da Sociedade foram conduzidos, exclusivamente, de acordo com o Curso Normal dos Negócios, observadas as melhores práticas e, essencialmente, da mesma maneira como conduzidas anteriormente, não havendo

qualquer alteração adversa significativa com relação à condução dos negócios ou com respeito aos bens materiais ou, ainda, aos contratos da Sociedade. A Sociedade e os Vendedores: (...) (iii) preservaram e mantiveram em vigor todas as autorizações, licenças e contratos;

Além disso, a Requerente alega que após a celebração do Contrato, foi constatado que 43 máquinas LABOTECH estavam obsoletas do ponto de vista tecnológico, não sendo apropriada e nem recomendada a sua utilização com clientes. Nesse ponto, aduz que os Requeridos violaram a cláusula que garantia o bom estado dos equipamentos e a tecnologia apropriada para o desempenho das respectivas atividades.

É importante pontuar que o Contrato contava com uma cláusula de *earn-out*. A cláusula determinava que seria devido pagamento adicional a Luiz, caso a empresa atingisse resultados relevantes durante o período do Contrato de Luiz como diretor estatutário da Alka. Ou seja, a cláusula tinha como objetivo estimular a atividade de Luiz durante o período em que seria responsável pelas atividades da empresa.

Primeiro, com relação às declarações e garantias, a sentença arbitral pontuou que o dever de informar não é apenas um dever contratual, mas está relacionado ao princípio da boa-fé, que encontra guarida no art. 422 do Código Civil. Impõe-se um dever de probidade e de zelo para que sejam declaradas todas as informações relevantes que possam minimamente impactar na intenção negocial da outra parte.

Apesar de Luiz ter explicado que o cliente DASA não era fixo, mas demandava a Alka em determinadas oportunidades, bem como que não teria havido rompimento no contrato de fornecimento, e que seria comum a oscilação entre fornecedores por parte da DASA, o Tribunal Arbitral entendeu que as alegações não afastam o dever de informar o cancelamento ou a intenção de cancelamento da aquisição de hormônios. A discussão para o Tribunal não gira em torno da responsabilidade pela saída do cliente, mas pelo simples fato de que a decisão de mudança de fornecedor por parte da DASA foi comunicada durante a gestão de Luiz, no curso das negociações do Contrato, mas este não revelou a informação para a Adavium.

Para o Tribunal, a consequência mais grave da omissão é o seu reflexo na valoração econômica da Alka e no impacto causado na definição do preço de aquisição da sociedade. Isso porque o preço foi pautado no EBIT, que como já se sabe, é um multiplicador ajustado, que visa a estimar o valor da sociedade com base no seu potencial de geração de riqueza. A falta de informação, então, causou uma superavaliação do preço, quando já se sabia que esse preço não

se projetaria no futuro imediato. O Tribunal notou, ainda, que a consequência jurídica para a Adavium seria o ajuste de preço, pois se considerava o desfazimento da aquisição da Alka.

No entanto, o preço de compra foi definido com um preço mínimo de R\$ 19.3000.000,00 e um preço máximo de R\$ 24.550.000,00, ambos a serem deduzidos da dívida líquida apurada. Para determinar o preço, havia uma obrigação da Adavium apurar o EBIT ajustado até 30.4.2016 com a notificação de Luiz e LRM até 27.12.2016. Foi apurado que o relatório do EBIT não foi entregue na data prevista, mas o Tribunal entendeu que a falha não deveria ser motivo para considerar o valor máximo do preço, como pleiteou Luiz.

A discussão que permeia o ajuste de preço nessa arbitragem gira em torno tão somente do fato de que a omissão da informação não foi considerada para fins de ajuste de preço do contrato. O Tribunal ressaltou que mesmo após todas as circunstâncias posteriormente sabidas pela Adavium não houve a intenção de desfazimento do negócio, mas apenas de redução de preço.

A situação teria sido resolvida de forma mais fácil caso as cláusulas de formação do preço e de indenização tivessem sido mais claras. Como não eram, o Tribunal terá, então, que aplicar parâmetros indenizatórios que não estão expressamente estipulados em cláusulas de ajuste de preço. É importante ressaltar que o Tribunal entendeu que a realização da *due diligence* foi um parâmetro usado pelas partes para fins de ajuste de preço.

Isso quer dizer que a *due diligence* e o *valuation*, ao serem peças para a formação do preço, acabam por assumir uma característica de parâmetro para fins de ajuste. Fato é que a convenção de cláusulas específicas de ajuste facilita a alocação de riscos.

Para fins de fixação da indenização, o Tribunal se valeu, em suas palavras, da equidade como critério para condenar Luiz ao pagamento de 25% do valor histórico do preço ajustado de compra, corrigido monetariamente desde a data da celebração do Contrato com base na variação de 100% do CDI, em favor da Adavium.

Como é possível observar, o Tribunal entendeu que é necessário realizar um ajuste de preço sempre e quando houver informações relevantes que demandem a alocação de riscos. Nesse caso, inicialmente, considerou-se que a *due diligence* foi peça chave para ajustar o preço quando das negociações, mas não foi levado em conta a informação de que a DASA deixaria de ser cliente da Alka. A informação, na visão do Tribunal Arbitral, deveria ter sido motivo

para ajustar o preço, até porque a requerente somente demonstrou o desejo de reduzir o preço pago, mas não de encerrar o Contrato.

O Tribunal se valeu da indenização como mecanismo de ajuste de preço para determinar o pagamento de um valor a mais pela omissão de informação. Ou seja, o mecanismo de ajuste de preço foi recepcionado e aplicado pelo Tribunal Arbitral.

Com relação à cláusula de *earn-out*, como já mencionado, o mecanismo visava estimular Luiz a manter e a melhorar os rendimentos da empresa-alvo, a partir do pagamento de um valor adicional, mas não mencionava qualquer redução de preço. Na sentença, o Tribunal considerou que o contrato previa o pagamento do *earn-out*, mas caso o Contrato fosse resolvido pela compradora em razão de desligamento justificado do Executivo, Luiz não faria jus ao pagamento da parcela de *earn-out*.

No julgamento relacionado ao reconhecimento do desligamento justificado de Luiz do cargo de diretor estatutário da Alka pelo período de 3 anos após o fechamento do Contrato, o Tribunal entendeu que a omissão de informações relevantes que causaram a ruptura da relação de confiança existente entre as partes, o que justifica o desligamento. Com o reconhecimento, o Tribunal Arbitral determinou que o pagamento da cláusula de *earn-out* deveria ser afastado.

Além da discussão sobre o ajuste de preço, o Tribunal também proferiu sentença para (i) afastar o pedido indenizatório das requeridas quanto ao alegado estado obsoleto das máquinas, ao fundamento de ausência de prejuízos tributários e de prejuízos para a regularização das máquinas, bem como pela ausência de sanções impostas por agências reguladoras; (ii) permitir o exercício do direito de retenção de pagamento por parte da Adavium, diante da omissão de informações que gerou o dever de indenizar, (iii) afastar o vencimento antecipado das cláusulas do prelo, pois foi deferida a retenção de parte do preço por conta da necessidade de indenização por omissão de informações, (iv) afastar a aplicabilidade de multa prevista pelo não pagamento de parcelas do preço, (v) afastar a substituição das garantias pessoais de Luiz, (vi) afastar a remuneração à Luiz por ter tido suas linhas de crédito limitadas junto a instituições financeiras em razão de ter permanecido como garantidor de obrigações da Alka, diante da ausência de comprovação de prejuízo efetivo, (vii) afastar a apólice de seguro geral devida aos direitos da Alka ao fundamento de que Luiz não incorreu em qualquer prejuízo que demandasse estar acobertado pela apólice, (viii) afastar as pretensões de Luiz quanto ao pagamento de passagens aéreas creditas em seu cartão pessoal, (ix) afastar o pagamento de

férias, aviso prévio e multa por rescisão contratual antecipada do Contrato Executivo, em razão do desligamento justificado de Luiz, (x) rejeitar o pedido de reconhecimento de nulidade da cláusula de não-competição, (xi) indeferir o pedido de dano moral formulado por Luiz e (xii) indeferir o pedido de ambas as partes para o reconhecimento de litigância de má-fé.

4.3 Questões sobre mecanismos de ajuste de preço no caso Camargo Corrêa S.A. v. Globe Specialty Metals, Inc, ICC nº 15260/JRF

O caso a ser relatado a seguir é referente ao conflito relacionado ao Ajuste de Preço pactuado no *Stock Purchase and Sale Agreement* (SPA) celebrado, em 16.1.2007, entre a Camargo Corrêa S.A (Camargo Corrêa) e a Globe Specialty Metais (Globe), com a interveniência da Camargo Corrêa Metais S.A (CCM) e da Reflorestadora Água Azul Ltda (RAA), para a Globe Specialty Metais adquirir da Camargo Corrêa 99% das ações da Camargo Corrêa Metais S.A e uma quota da Reflorestadora Água Azul Ltda.

No SPA, ficou consignado que a Globe pagou à Camargo Corrêa o valor de R\$ 86.451.000,00 na data do *closing*. Para ajustar o preço, as partes optaram por incluir um Ajuste de Preço, a ser pago após o fechamento da operação. Foi definido, que o ajuste seria calculado com base no endividamento líquido e no capital de giro da Camargo Corrêa Metais, que deveriam ser calculados pela comparação dos balanços patrimoniais de 30.9.2006 (*Balance Sheet*) e de 31.12.2006 (*Closing Balance Sheet*).

Após o fechamento, o *Closing Balance Sheet* foi auditado pela empresa BDO Trevisan e aprovado em assembleia geral, tendo sido publicado em 20.4.2007. Com base nesse documento, a Camargo Corrêa contabilizou que o Ajuste de Preço lhe era devido no valor de R\$ 7.263.000,00. A Globe, por sua vez, negou-se a pagar o valor indicado, ao fundamento de que o *Closing Balance Sheet* deveria ter sido encaminhado para a auditoria por ela mesma, mas quem entregou foi a CCM, bem como porque o *Closing Balance Sheet* apresentava erros, de forma que deveria ser considerado o Relatório de Procedimentos Previamente Acordados (RPPA). Mesmo assim, no procedimento arbitral, a Globe confessou que o valor devido pelo ajuste de preço era de R\$ 1.626.000,00.

Além disso, a Globe alega que a declaração realizada pela Camargo Corrêa de que os imóveis que compõem o patrimônio da CCM estariam livres de desembaraço não é verídica, pois após a assinatura do SPA descobriu-se que tais imóveis estariam indisponíveis devido a

um provimento da Corregedoria de Justiça das Comarcas do Interior do Estado do Pará. Ou seja, foi constatada uma assimetria informacional das declarações prestadas pela vendedora.

Em razão da ausência dessa informação, a Globe alegou que deixou de lucrar com a venda da CCM, o que lhe teria rendido o valor de R\$ 30.000.000,00. Assim, a Globe realizou pedido reconvenicional.

O procedimento arbitral teve início em 27.2.2008, perante o *International Chamber of Commerce*, regido pelas leis substantivas do ordenamento jurídico brasileiro. O objeto da controvérsia, então, foi relativa (i) ao pagamento do Ajuste de Preço previsto em cláusula contratual e (ii) à responsabilidade da Camargo Corrêa quanto à indisponibilidade dos imóveis da CCM.

No que tange ao Ajuste de Preço, o Tribunal Arbitral aplicou exatamente a cláusula pactuada entre as partes, sem ressalvas com relação à legislação ou aos princípios brasileiros. É o que se verá a seguir.

Logo de início, o Tribunal que entendeu que o valor de R\$ 1.626.000,00 devidos a título de ajuste de preço era incontroverso e, portanto, deveria ser pago desde já, restando para decidir em sentença final se era, de fato, devido o valor de R\$ 7.263.000,00, conforme alegou a Camargo Corrêa. Para essa análise, o Tribunal levou em consideração exatamente o disposto na cláusula: a) deveria ser feita uma comparação entre o balanço e o *Closing Balance Sheet* nos períodos entre 30.9.2006 e 31.12.2006; b) o *Closing Balance Sheet* deveria (i) seguir os princípios gerais de contabilidade brasileira, (ii) ser consistente com as práticas utilizadas na elaboração do *Balance Sheet* e (iii) ser auditado.

Após produção de prova pericial contábil, o Tribunal firmou entendimento de que o *Closing Balance Sheet* foi produzido com base nas disposições contratuais, tendo sido auditado e aprovado em assembleia geral da CCM, que já era controlada pela Globe. Com isso, o Tribunal desconsiderou o argumento da Globe de que o balanço final a ser utilizado para comparação deveria ser o Relatório de Procedimentos Previamente Acordados (RPPA), documento unilateralmente produzido pela Globe, sem auditoria baseada nos princípios gerais da contabilidade brasileira.

O Tribunal também afastou a alegação da Globe de que o *Closing Balance Sheet* deveria ser desconsiderado, pois foi encaminhado para auditoria pela CCM e não por ela, ao

fundamento de que a CCM já era controlada pela Globe quando do envio para a empresa de auditoria.

Com isso, o Tribunal determinou que o *Closing Balance Sheet* deveria ser utilizado para fins de comparação para o cálculo de ajuste de preço, como estipulado em contrato. A partir da conclusão da análise dos documentos realizada pelo perito, o Tribunal considerou que o Ajuste de Preço devido era no valor de R\$ 7.263.000,00.

Com relação à alegação de assimetria informacional quanto aos gravames dos imóveis, que nas alegações da Globe teriam lhe causado um prejuízo de R\$ 30.000.000,00 pela impossibilidade de venda da empresa, o Tribunal considerou que os arts. 186 e 927 do Código Civil de 1973 exigiam a demonstração da (i) conduta culposa do agente, (ii) dano e (iii) nexo de causalidade entre a conduta e o dano para que fosse configurada a responsabilidade civil objetiva.

Com isso em mente, o Tribunal Arbitral considerou que os gravames dos imóveis da RAA estavam relacionados à regularização dos registros imobiliários, o que poderia ter sido realizado pela Globe e não o foi. Ou seja, o desbloqueio dos imóveis dependia de uma atividade atribuída à própria Globe.

Além disso, a perícia imobiliária não identificou qualquer dano à Globe pela não alienação dos imóveis. Ao contrário, a alienação dos imóveis lhe traria prejuízos ao invés de lucros, em razão da produção de carvão e cavaco realizadas nos imóveis serem mais rentáveis do que a própria venda do imóvel, que ocasionaria a necessidade de compra desse carvão no mercado externo. O argumento, porém, pode não ser razoável frente a lógica da operação de um negócio, pois, em alguns momentos, não se leva em consideração apenas o valor da operação, mas outras estratégias internas da empresa.

A partir da constatação de que os gravames poderiam ter sido regularizados pela Globe e de que a empresa não foi capaz de comprovar os prejuízos com a não alienação dos imóveis, o Tribunal Arbitral julgou improcedente o pedido reconvencional para condenar a Corrêa Camargo à indenizá-los por perda de uma chance.

Da análise da decisão, é possível extrair que o Tribunal Arbitral aplicou de forma clara e justa as cláusulas previstas em contrato. Foi realizado um cotejo com as provas periciais contábeis produzidas no curso da arbitragem, mas sempre pautado pelo contrato.

É de se notar que cláusulas com parâmetros bem estabelecidos, assim como auditorias, *due diligences* e declarações e garantias bem estruturadas e organizadas, são fatores decisórios para a aplicação correta de uma cláusula de ajuste de preço. Isso quer dizer que o mecanismo de ajuste de preço não caminha sozinho para a sua aplicação, de forma que é muito importante ter atenção nos passos anteriores à formação do preço, que foram abordadas na seção 2 deste trabalho.

4.4 Questões sobre mecanismos de ajuste de preço no caso Nilson Corrêa da Silva and others v. Sercon, CAM-CCBC Case No. 64/2013/SEC3

Trata-se de uma arbitragem proposta pelo Sr. Nilson Correia da Silva, Sr. Luiz Carlos Sanches e Sr. José Carlos Marcondes em face da Sercon Indústria e Comércio de Aparelhos Médicos Hospitalares Ltda, sucessora por incorporação da Steris Latino América Participações Ltda, em razão do pagamento da cláusula de *earn-out* pactuada no contrato de *Quota Purchase Agreement* (“QPA”), firmado em 20.4.2011. As pretensões submetidas ao Tribunal Arbitral estão relacionadas ao descumprimento das obrigações assumidas na relação contratual estabelecida entre as partes para aquisição de 100% do capital da Sercon pela Steris Latino Americana.

A composição do preço, após as negociações, *valuation* e *due diligence* financeira, fiscal e trabalhista, foi acordada da seguinte forma:

- (a) Preço Base de Compra de R\$ 35.000.000,00, com pagamento previsto para a data de conclusão da transação em 20 de abril de 2011;
- (b) Pagamento Adicional de Compra aos Srs. Nilson e Luiz Carlos, no montante total de R\$1.000.000,00, dividido igualmente entre os dois, composto por 24 (vinte e quatro) parcelas mensais, iguais e sucessivas, com vencimento previsto para o primeiro dia de cada mês, iniciando-se após a data de conclusão da transação, vencida a primeira em 1º de maio de 2011 e, assim, sucessivamente até a última;
- (c) Pagamentos Posteriores condicionados ao atingimento de pelo menos 80% (oitenta por cento) das metas de resultados previstas no Anexo 2.4 do QPA para os 2 (dois) anos seguintes ao fechamento da transação; e
- (d) Pagamentos Adicionais aos Srs. Nilson e Luiz Carlos, condicionados à obtenção de resultados que ultrapassassem 100% (cem por cento) das metas de receitas, acima mencionadas.

Os “pagamentos posteriores”, também chamados de *earn-out*, foram divididos em 3 parcelas, sendo que o pagamento das 2 primeiras estaria condicionado ao atingimento de metas de receitas preestabelecidas para os anos de 2011 e 2012 (o período de *earn-out*),

enquanto que o pagamento da terceira e última parcela estava condicionado à obtenção de resultados que ultrapassassem as metas de receitas.

A controvérsia central gira em torno do atingimento das metas: enquanto os Requerentes alegam que a partir da assunção das operação da Sercon, a Steris passou a se empenhar para alterar os negócios a fim de impedir os pagamentos de *earn-out* aos vendedores, a Requerida afirma que a diretoria industrial e comercial da Sercon se manteve sob a responsabilidade dos Requerentes Nilson e Luiz Carlos, de forma que os resultados insatisfatórios do período do *earn-out* estavam relacionados à atuação deles.

Dessa forma, com relação ao mecanismo de ajuste de preço, os Requerentes pleitearam, (i) o reconhecimento do direito às duas primeiras parcelas do *earn-out* previsto no QPA, no monte histórico de R\$ 8.600.000,00, em razão da violação dos compromissos assumidos pela Requerida; (ii) o reconhecimento do direito aos Pagamentos Adicionais para os anos de 2011 e 2012, no montante de R\$ 350.000,00, devido aos Srs. Nilson e Luiz Carlos; (iii) o reconhecimento do direito à terceira parcela do *earn-out*, no montante histórico de R\$ 5.000.000,00; em razão da inexistência de passivos supervenientes referentes à gestão anterior da Sercon, conforme informação sobre depósito na *escrow account*.

A Requerida formulou pedido reconventional para obter indenização, em razão da violação de declaração e garantias, que causou perdas à Sercon atribuíveis à gestão dos Requerentes. Em sua decisão, o Tribunal Arbitral analisou os fatos em cotejo com as cláusulas contratuais.

Primeiro, com relação ao compromisso de alavancagem, o Tribunal decidiu que a Requerida não cumpriu com o compromisso, pois não incrementou as vendas dos produtos da Sercon na América Latina e não instalou a linha de montagem de esterilizadores da marca Steris no Brasil. Segundo, quanto ao atingimento de metas de receita condicionantes das primeiras parcelas do *earn-out*, o Tribunal decidiu que as alterações provocadas pela Steris Latino América no sistema operacional da Sercon, em descumprimento à vedação de alterações operacionais durante o período do *earn-out*, geraram a presunção de que em condições inalteradas a Sercon teria sido capaz de atingir as metas, afastando a hipótese de que os Requerentes não cumpriram com as suas obrigações na diretoria industrial e comercial.

Terceiro, quanto aos pagamentos adicionais, o Tribunal entendeu não ser razoável a presunção de *performance* extraordinária, de forma que não se justifica o pagamento do

adicional. Por fim, quanto ao pedido reconvenicional da Requerida para indenização por violação das declarações e garantias prestadas pelo Requerente, o Tribunal decidiu que as contingências identificadas foram notificadas à Requerida, bem como pontuou que não havia nos autos qualquer comprovação de que os Requerentes se negaram a pagar indenização.

Assim, quanto aos ajustes de preço (*earn-out* e indenização), o Tribunal reconheceu a exigibilidade das três parcelas de *earn-out* acrescidas de multa compensatória e juros e multa moratória até a data da promulgação da sentença arbitral. Determinou, que os recursos para pagamento do *earn-out* fossem retirados do saldo disponível da *escrow account*.

Após pedidos de esclarecimentos, o Tribunal Arbitral (i) esclareceu que os cálculos utilizados na fundamentação da sentença estavam incorretos, enquanto os cálculos da liquidação estavam corretos e deveriam prevalecer sobre o que constava na fundamentação, (ii) verificou que a natureza da terceira parcela do *earn-out* era distinta das demais e estava relacionada à existência de contingências. Como antes do término período de *earn-out* haviam contingências a serem arcados pelos Requerentes e que o pressuposto de pagamento da terceira parcela era a ausência de contingências naquele período, o Tribunal entendeu que o pagamento da última parcela de *earn-out* não era devido; (iii) por fim, a Sercon havia solicitado esclarecimentos quanto ao cálculo de juros, razão pela qual o Tribunal reconheceu o equívoco por não ter se atentado que a cláusula contratual previa multa de mora de 2%, multa compensatória de 5% e juros de 1% ao mês, e determinou a incidência dos acréscimos.

Conforme se pode observar, o *earn-out* e a *escrow account* fazem parte do cotidiano de processos de fusões e aquisições. Nesse caso, as partes foram diligentes para o fechamento da operação e fizeram *valuation*, além de uma *due diligence* que durou 4 anos, pactuaram cláusulas de ajuste de preço com base em critérios bem definidos, o que confere maior segurança jurídica às partes. Mesmo com todos os cuidados, foi preciso recorrer ao Tribunal Arbitral, que reconheceu a natureza de cada uma das cláusulas e aplicou o *earn-out* exatamente da forma pactuada entre as partes.

Importante pontuar que não foi feita uma análise da legislação brasileira quanto à aplicação das cláusulas no território brasileiro. Na seção seguinte, serão analisadas as decisões do Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo (TJSP) e do Superior Tribunal de Justiça (STJ) sobre esse caso, no intuito de tentar identificar se os tribunais pátrios tendem a analisar a cláusula de forma distinta ou se sequer a analisam.

5 A VISÃO DO JUDICIÁRIO BRASILEIRO QUANTO AOS MECANISMOS DE AJUSTE DE PREÇO

Além das pesquisas de jurisprudência nos tribunais arbitrais, foi realizada pesquisa, também, nos tribunais judiciais. Como se sabe, os mecanismos de ajuste de preço são, em geral, importados, portanto, não possuem legislação específica. O inciso II, do art. 421-A do Código Civil, porém, determina que “*a alocação de riscos definida pelas partes deve ser respeitada e observada*”⁶⁵, então, cabe analisar como são as decisões proferidas pelo Judiciário quanto aos mecanismos de ajuste de preço em operações de fusões e aquisições.

A seguir, serão analisados 3 casos julgados nos tribunais pátrios, identificados pela pesquisa, que abordaram especificamente discussões sobre os mecanismos de ajuste de preço.

5.1 Questões sobre mecanismos de ajuste de preço no caso ASA Bioenergy Holding AG, Abengoa Bioenergia Agrícola Ltda, Abengoa Bioenergia Sao Joao Ltda, Abengoa Bioenergia Sao Luiz S/A and Abengoa Bioenergia Santa Fé Ltda v. Adriano Giannetti Dedini Ometto and Adriano Ometto Agricola Ltda, Superior Tribunal de Justiça, Sentença Estrangeira Contestada No. 9.412 - US (2013/0278872-5)

Após a sentença arbitral que condenou o vendedor Adriano Ometto a pagar indenização no valor total de R\$ 389.000.000,00 à compradora Abengoa, este buscou a anulação da sentença perante o tribunal norte-americano. Enquanto isso, a Abengoa ajuizou a homologação de sentença estrangeira perante o STJ.

Adriano Ometto pleiteou que a homologação da sentença não fosse realizada, uma vez que (i) houve violação à imparcialidade e à independência do Árbitro Presidente do Tribunal Arbitral, pois ele é sócio sênior do escritório de advocacia Debevoise & Plimpton LLP, em Nova Iorque, e teria, em tese, defendido interesses da Abengoa em outras causas; (ii) teriam sido desconsideradas e tidas como inexistentes provas essenciais à defesa dos requeridos(correspondências eletrônicas); e (iii) a sentença arbitral CCI n. 16.513/JRF/CA determinou a sua condenação em afronta ao princípio da reparação integral e da legalidade e

⁶⁵ Art. 421. A liberdade contratual será exercida nos limites da função social do contrato. ([Redação dada pela Lei nº 13.874, de 2019](#)) (...) II - a alocação de riscos definida pelas partes deve ser respeitada e observada; e ([Incluído pela Lei nº 13.874, de 2019](#))

não aplicou a lei brasileira no momento da fixação da indenização. De acordo com Ometto, todas essas circunstâncias violam a ordem pública brasileira, em razão da parcialidade do juiz, ofensa aos princípios da legalidade, da reparação integral e do contraditório e ampla defesa.

O Relator Ministro Felix Fischer, inicialmente, homologou a sentença estrangeira. Com relação à parcialidade dos árbitros, o Ministro consignou que somente as cortes dos Estados Unidos teriam competência para julgar a parcialidade dos árbitros, uma vez que o tribunal arbitral foi instaurado naquele país. Com relação à ofensa aos princípios do contraditório e da ampla defesa, o Ministro verificou que a participação de Adriano Ometto foi comprovada em diversas passagens do procedimento arbitral. Além disso, ponderou que o tribunal arbitral analisou os documentos alegadamente não analisados, mas não entendeu que a prova seria suficiente.

Quanto à ofensa ao princípio da reparação integral e da legalidade com relação ao cálculo e a forma de aplicação da indenização, o Ministro decidiu que o tribunal arbitral aplicou a lei brasileira quando da condenação ao pagamento de indenização por dolo acidental e, inclusive, fundamentou a decisão com base no art. 944 do Código Civil Brasileiro. Pontuou que o tribunal arbitral analisou as provas produzidas e as circunstâncias, de forma que não seria possível a discussão acerca da tese por meio de homologação de sentença estrangeira.

O Ministro João Otávio de Noronha proferiu Voto-Vista por meio do qual analisou e decidiu as questões trazidas por Adriano Ometto para o indeferimento da homologação da sentença estrangeira. Logo de início, o Ministro pontuou que é possível o reexame de mérito de sentenças como essa, caso se configure afronta à soberania nacional, à ordem pública ou aos bons costumes.

Na análise dos argumentos trazidos por Adriano Ometto e da sentença arbitral, primeiro, o Ministro analisou se houve ou não violação à imparcialidade do árbitro presidente. De acordo com a decisão do Ministro, o fato de que o árbitro presidente não revelou que o escritório de advocacia, do qual ele é sócio sênior, recebeu US\$ 6,5 milhões de honorários da empresa do grupo Abengoa, bem como que o seu escritório representou a empresa Schneider Electric na operação de aquisições ações da Telvent GIT S/A, que eram de titularidade da Abengoa S.A, de forma a evidenciar que ele teve contatos relevantes com o grupo Abengoa. Para o Ministro, esses fatos configuram elementos aptos a comprometer a imparcialidade do árbitro. Assim, foi afastada a homologação da sentença nesse ponto.

Quanto à fixação da indenização em US\$ 100 milhões, o Ministro considerou que o Tribunal Arbitral constatou que a capacidade da moagem das empresas era inferior à declarada pelo vendedor, de forma que reconheceu o dolo acidental e fixou a indenização com base na avaliação financeira do negócio. O Ministro consignou que a lei brasileira é clara em determinar que a indenização se mede pela fixação do dano, nos termos do art. 944 do CC, e não é possível de ser realizada quando se trata de danos hipotéticos ou eventuais.

Para o Ministro, o cálculo da indenização com base no critério do preço do negócio não é admissível no sistema jurídico brasileiro. Do parecer do Prof. Fábio Ulhoa Coelho, colacionado pelo Ministro em seu voto, extrai-se que o preço não deve ser confundido com prejuízo, pois este deve ser medido com base nos danos concretos e diretos experimentados pelo credor, ou seja, considerando-se o prejuízo incorrido pela redução da capacidade de moagem. A saber, o trecho do parecer:

O preço em nada se confunde com o prejuízo efetivo, materializado e comprovado que deve dar azo ao pagamento de indenização ao credor. Se os contratantes escolheram livremente fixar o preço contratual em um dado patamar, isso não implica mudança na forma de se apurar os danos indenizáveis.

30. No caso concreto, Abengoa deve ser indenizada segundo prevê o art. 944 CC, ou seja, considerando-se o prejuízo incorrido em razão da capacidade de moagem reduzida.

31. **Esse prejuízo deve ser medido concretamente, sem incluir danos hipotéticos ou incertos e tomando por base o montante que a Abengoa investiria para suprir o déficit de capacidade de moagem**, como declarado no voto vencido do prestigiado advogado brasileiro José Emílio Nunes Pinto.

32. Portanto, **em qualquer caso, a indenização devida ao credor não pode abranger o pagamento senão pelos danos concretos e diretos experimentados pelo credor, o que não se confunde com o preço de aquisição ou qualquer outro critério de avaliação usado pelos contratantes para atribuição de valor a suas prestações contratuais**

Não foi afastada a possibilidade de indenização por vícios redibitórios, a possibilidade de rescisão do contrato com a devolução do preço ou a própria redução do preço, como preveem os arts. 441 e 442 do CC. De acordo com o Ministro, mesmo que se pudesse considerar um pedido implícito de redução de preço, tal direito já teria sido alcançado pela decadência, tendo em vista que o prazo para o exercício à redução proporcional do preço exauriu-se trinta dias depois da assinatura da transmissão da titularidade das quotas, nos termos do art. 445 do CC.

A partir desses fundamentos, o Ministro votou pela não homologação das sentenças arbitrais estrangeiras. Após, a Ministra Nancy Andrighi votou pela parcialidade do árbitro presidente e indeferiu o pedido de homologação da sentença estrangeira.

O Ministro Herman Benjamin proferiu voto-vista para não homologar a sentença. Em seu voto, o Ministro considerou que as decisões arbitrais foram fundamentadas com base na legislação brasileira em diversos pontos. De acordo com ele, não se sustenta a tese de que as sentenças baseiam-se no direito americano, razão pela qual teria havido violação da cláusula arbitral, pois a sentença está devidamente fundamentada com base na lei brasileira. Em suas palavras, não cabe ao Poder Judiciário realizar o reexame da causa para indicar se a legislação brasileira foi bem ou mal aplicada. Foi pontuado no voto que o árbitro é juiz de fato e de direito, de forma que a sentença arbitral não está sujeita a recurso ao Poder Judiciário.

Por essas razões, o Ministro determinou que não seria o caso de ser negada a homologação às sentenças arbitrais. No entanto, por consignar que ficou claro o impedimento/suspeição do árbitro presidente, não foi homologada a sentença estrangeira.

Ao final, as sentenças estrangeiras não foram homologadas, em acórdão assim ementado:

HOMOLOGAÇÃO DE SENTENÇAS ARBITRAIS ESTRANGEIRAS. APRECIACÃO DO MÉRITO. IMPOSSIBILIDADE, SALVO SE CONFIGURADA OFENSA À ORDEM PÚBLICA. ALEGAÇÃO DE PARCIALIDADE DO ÁRBITRO. PRESSUPOSTO DE VALIDADE DA DECISÃO. AÇÃO ANULATÓRIA PROPOSTA NO ESTADO AMERICANO ONDE INSTAURADO O TRIBUNAL ARBITRAL. VINCULAÇÃO DO STJ À DECISÃO DA JUSTIÇA AMERICANA. NÃO OCORRÊNCIA. EXISTÊNCIA DE RELAÇÃO CREDOR/DEVEDOR ENTRE ESCRITÓRIO DE ADVOCACIA DO ÁRBITRO PRESIDENTE E O GRUPO ECONÔMICO INTEGRADO POR UMA DAS PARTES. HIPÓTESE OBJETIVA PASSÍVEL DE COMPROMETER A ISENÇÃO DO ÁRBITRO. RELAÇÃO DE NEGÓCIOS, SEJA ANTERIOR, FUTURA OU EM CURSO, DIRETA OU INDIRETA, ENTRE ÁRBITRO E UMA DAS PARTES. DEVER DE REVELAÇÃO. INOBSERVÂNCIA. QUEBRA DA CONFIANÇA FIDUCIAL. SUSPEIÇÃO. VALOR DA INDENIZAÇÃO. PREVISÃO DA APLICAÇÃO DO DIREITO BRASILEIRO. JULGAMENTO FORA DOS LIMITES DA CONVENÇÃO. IMPOSSIBILIDADE. 1. O procedimento de homologação de sentença estrangeira não autoriza o reexame do mérito da decisão homologanda, excepcionadas as hipóteses em que se configurar afronta à soberania nacional ou à ordem pública. Dado o caráter indeterminado de tais conceitos, para não subverter o papel homologatório do STJ, deve-se interpretá-los de modo a repelir apenas aqueles atos e efeitos jurídicos absolutamente incompatíveis com o sistema jurídico brasileiro. 2. A prerrogativa da imparcialidade do julgador é uma das garantias que resultam do postulado do devido processo legal, matéria que não preclui e é aplicável à arbitragem, mercê de sua natureza jurisdicional. A inobservância dessa prerrogativa ofende, diretamente, a ordem pública nacional, razão pela qual a decisão proferida pela Justiça alienígena, à luz de sua própria legislação, não obsta o exame da matéria pelo STJ. 3. Ofende a ordem pública nacional a sentença arbitral emanada de árbitro que tenha, com as partes ou com o litígio, algumas das relações que caracterizam os casos de impedimento ou suspeição de juízes(arts. 14 e 32, II, da Lei n. 9.307/1996). 4. Dada a natureza contratual da arbitragem, que põe em relevo a confiança fiducial entre as partes e a figura do árbitro, a violação por este do dever de revelação de quaisquer circunstâncias passíveis de, razoavelmente, gerar dúvida sobre sua imparcialidade e independência, obsta a homologação da sentença arbitral. 5. **Estabelecida a observância do direito brasileiro quanto à indenização, extrapola os limites da**

convenção a sentença arbitral que a fixa com base na avaliação financeira do negócio, ao invés de considerar a extensão do dano. 6. Sentenças estrangeiras não homologadas.

Como se vê, já existe no Tribunal uma jurisprudência capaz de alterar os fundamentos de uma sentença arbitral com base na ordem pública. Em todos os votos, porém, foi pontuado que os tribunais pátrios não devem realizar a análise de mérito da sentença e, tampouco, devem atuar como ‘juízes’ do processo quando se sabe que o árbitro é juiz de fato e de direito, nos termos do art. 18 da Lei de Arbitragem.

Com relação à violação ao princípio da reparação integral e à ordem pública, Gorescu⁶⁶ traz dois argumentos importantes, dentre diversos outros, como um contraponto em relação à decisão do STJ. Primeiro, segundo aponta a Autora, a compradora pagou implicitamente por duas usinas com determinada capacidade de moagem que não recebeu e, portanto, fica configurado um prejuízo efetivamente incorrido pela compradora, que corresponde ao preço que foi pago a mais. Segundo, em seu entendimento, o dano não tem caráter hipotético, pois, no momento em que a compradora pagou acreditando que teria uma capacidade de moagem específica e não tinha, materializou-se o dano a partir dali.

5.2 Questões sobre mecanismos de ajuste de preço no caso Luis Francos Debellis Mascaretii & LRM Serviços de Manutenção em Equipamentos e Máquinas de Laboratórios Ltda v. Vyttra Diagnósticos Importação e Exportação Ltda, Tribunal de Justiça de São Paulo, Apelação Cível n. 1048961-82.2019.8.23.0100

A apelação cível ora relatada está relacionada à sentença arbitral proferida no caso Adavium Medical Comércio e Importação de Equipamentos e Produtos Médicos do Brasil et al. v. Luiz Francisco de Bellis Mascaretti et al., CMA Case No 437, relatado na seção 3. Em síntese, os Autores ajuizaram ação anulatória de decisão arbitral perante o Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, ao fundamento de que a sentença arbitral (i) transgrediu as regras de ordem pública prevista no art. 944 do Código Civil ao não apresentar os critérios utilizados na fixação da indenização, bem como por se valerem de informações estranhas aos autos; (ii) violou os princípios do contraditório e da igualdade entre as partes ao impossibilitar a manifestação das partes quanto ao abatimento de 25% no preço de compra e (iii) foi parcial no

66 GORESCU, 2019, op. cite, pp. 106 - 108

julgamento ao fundamento de que os árbitros redigiram livros em coautoria, foram árbitros juntos em outros painéis e mantiveram conversa telefônica um dia antes da sentença arbitral.

Inicialmente, o acórdão de relatoria do Desembargador Azuma Nishi, publicado em 10.3.2021, afastou os argumentos quanto ao impedimento e suspeição dos árbitros, bem como afastou a alegação de parcialidade dos árbitros. Após, afastou o argumento quanto à inobservância dos limites objetiva da lide em razão da utilização do preço ajustado na compra e venda como base de cálculo da indenização, pois, segundo o Tribunal o *“dano consiste na perda de faturamento, que foi considerado para fins de fixação do preço da compra e venda”*. De acordo com o TJSP, ainda, a decisão do tribunal arbitral que não conheceu o pedido de esclarecimentos e que liberou os valores das custas, despesas processuais e honorários, não violou o princípio da igualdade de tratamento entre as partes.

Por outro lado, de acordo com o TJSP, o capítulo que fixou o montante da indenização em 25% do valor histórico do preço está desprovido de fundamentação, bem como que o capítulo que determinou o valor final do preço de aquisição violou o contraditório e a ampla defesa, de forma que ambos estão eivados pela nulidade. Explica-se.

Antes de proferir a decisão quanto ao montante da indenização fixado pelo tribunal arbitral, o Desembargador considerou que o árbitro é considerado juiz de fato e de direito pelo art. 18 da Lei de Arbitragem e, portanto, está sujeito ao dever de fundamentação previsto para o juiz de direito. Pontuou que o art. 26 da Lei de Arbitragem determina que a fundamentação da decisão é requisito obrigatório da sentença arbitral. Especialmente, na visão do Desembargador, se for proferida com base na equidade.

O TJSP, então, considerou que a decisão arbitral não externou a sua fundamentação quanto aos parâmetros para fixação do percentual ao assim dispor:

Nesse sentido, considerando as circunstâncias trazidas pelas PARTES e avaliadas pelo Tribunal Arbitral diante de todo o contexto da negociação, o Tribunal Arbitral, **valendo-se, neste tópico específico, da equidade como critério de julgamento na fixação de indenização cabível, condena LUIZ ao pagamento, em favor de ADAVIUM, de 25% (vinte e cinco por cento) do valor histórico do preço ajustado** de compra conforme números apontados por PwC em seu relatório. Nesse sentido, considerando que PwC apontou o preço de compra ajustado como sendo R\$17.187.000,00, a indenização a ser paga por LUIZ equivale a R\$4.296.750,00, a ser corrigido monetariamente desde a data da celebração do Contrato com base na variação de 100% do CDI, tendo em vista ser este o índice contratual de correção. (grifos adotados)

De acordo com o acórdão, não há como saber se o valor da indenização equivalerá ao valor do prejuízo efetivamente suportado, o que por si só contraria o disposto no art. 944 do Código Civil, o qual determina que a indenização se mede pela extensão do dano. Não somente, a ausência de fundamentação abre espaço para o receio de que o valor arbitrado extrapole o prejuízo suportado, causando o enriquecimento sem causa, em incompatibilidade com o próprio juízo da equidade.

É certo nesse caso, que as partes divergem quanto aos impactos da omissão dos vendedores sobre o valor ajustado da comprada. No entanto, é possível extrair dos autos e dos depoimentos dos representantes da Adavium no painel arbitral que o valor do prejuízo consistiria na perda de faturamento proveniente da diminuição das receitas com a venda de hormônios esotéricos.

A perda de faturamento, por sua vez, deveria ter sido comprovada por meio da juntada de demonstrações financeiras a serem apresentadas pela Adavium, mas o documento nunca foi juntado aos autos do procedimento arbitral. E mais, após a apresentação desse documento, caberia a manifestação de Luiz e LRM, em atenção aos princípios do contraditório e da ampla defesa.

No entendimento do TJSP, existiam parâmetros objetivos para a definição do valor, como a diminuição do faturamento ou do EBITD, que, caso tivessem sido utilizados, contemplariam o comando do art. 944 do Código Civil. Na hipótese de dúvida sobre a extensão do dano, é recomendável a liquidação do julgado para evitar injustiças, iniquidades e para que o resultado não reste desvirtuado, resultando em solução desequilibrada.

Por essas razões, o TJSP determinou a nulidade da sentença arbitral quanto ao percentual de 25% do preço do negócio, em razão da fundamentação insuficiente proferida pelo tribunal arbitral.

No que tange à fixação do preço final da compra e venda, considerou que o preço variava entre R\$ 19.300.000,00 a R\$ 24.550.000,00; montante que sofreria abatimento da dívida líquida. O cálculo da variação do preço seria realizado por meio do EBIT da sociedade do ano de 2015, que deveria ter sido apresentado no relatório entregue até 30.4.2016, mas apenas o foi em 27.12.2016, poucos dias antes da parcela do ano, prevista para 31.12.2016.

A ausência de envio dos relatórios, na visão do TJSP, impediu o exercício do contraditório e da ampla defesa por parte de Luiz e LRM, pois não foi possível que fosse feito qualquer pronunciamento sobre os números. Segundo o acórdão, se não foram apresentados os documentos contábeis e, quando foram, não havia tempo hábil para a manifestação da parte, fatos que foram reconhecidos pela sentença arbitral, é impositiva a conclusão de que a fixação do preço violou o direito à ampla defesa e ao contraditório.

Por essas razões, o TJSP também anulou os capítulos da sentença arbitral nos quais foram fixados o valor final do preço de aquisição, em razão da inobservância ao contraditório e à ampla defesa.

Com a decisão do Caso ASA v. Abengoa e do caso ora relatado, observa-se que os tribunais pátrios já alteraram decisões arbitrais, em duas ocasiões, quando o mecanismo de ajuste de preço utilizado foi a indenização. Isso porque, no Brasil, a indenização se mede pela extensão do dano, bem como em razão da forçosa observância aos princípios da reparação integral, contraditório e ampla defesa, dentre outros. Não é que os tribunais pátrios não recepcionam as cláusulas de indenização quanto a uma forma de ajustar o preço, mas somente que esse mecanismo deve ser aplicado com base na legislação e nos princípios pátrios.

A cláusula de indenização, assim como as demais cláusulas de ajuste de preço, é trazida do *common law*, que não possui a mesma previsão do art. 944 do CC e dos princípios brasileiros, mas durante a negociação do contrato e nas decisões arbitrais, é muito importante que as partes e os árbitros estejam atentos aos comandos das legislações e das jurisprudências pátrias, caso contrário, há chance da decisão arbitral ser anulada.

5.3 Questões sobre mecanismos de ajuste de preço no caso Nilson Corrêa da Silva e outros v. Sercon Indústria e Comércio de Aparelhos Médicos Hospitalares LTDA, Apelação Cível N. 1138617-55.2016.8.26.0100

Na seção 4 foi analisada a sentença do Tribunal Arbitral para o caso Nilson Corrêa da Silva e outros V. Sercon Indústria e Comércio de Aparelhos Médicos Hospitalares LTDA. Ocorre que após a sentença e os esclarecimentos prestados, os Requerentes ajuizaram uma ação anulatória da sentença arbitral. Alegaram que a sentença dos esclarecimentos, além de *extra petita* resultou em *reformatio in pejus* e em ofensa à coisa julgada. O pedido foi julgado improcedente em 1ª instância.

A improcedência do pedido foi confirmada em 2ª instância quando da interposição de apelação n. 1138617-55.2016.8.26.0100 pelo Sr. Nilson e outros. Na ocasião, o TJSP também indeferiu o pleito ao fundamento de que (i) não houve *reformatio in pejus*, pois o Tribunal Arbitral apenas reconheceu que os cálculos da liquidação, constantes da sentença, estavam corretos e deveriam prevalecer sobre os cálculos da fundamentação e que (ii) a sentença não foi *extra petita*, pois se tratou de uma manifestação dentro dos termos dos pedidos da Sercon.

É interessante notar que o Desembargador Relator do caso em comento mencionou a cláusula de *earn-out* disposta no contrato, assim como apontou a decisão do Tribunal Arbitral quanto ao pagamento por *earn-out*. Ainda assim, a discussão sem sede de apelação foi procedimental e não guardou relação especificamente com o mecanismo de ajuste de preço analisado na sentença arbitral. Tanto é assim que, após afastar as impugnações procedimentais realizadas, o TJSP consignou que não analisaria o mérito, pois a sentença arbitral é definitiva e dela não cabe qualquer recurso, bem como por considerar que o mérito não pode ser rediscutido em sentença arbitral.

Apesar do TJSP decidir dessa forma, como visto anteriormente, o Tribunal de Justiça não encontra óbice para reanálise do mérito quando identifica matéria de ordem pública ou matéria que contraria as disposições legais e/ou os princípios jurídicos brasileiros. Dessa maneira, uma das conclusões que se pode fazer é que no julgamento do caso ora analisado, o TJSP não se opôs à utilização da cláusula de *earn-out* disposto no Contrato, assim como não identificou razões para questionar a aplicação da cláusula quanto ao pagamento por *earn-out*. Caso a utilização ou a aplicação da cláusula contrariasse as disposições legais brasileiras, o TJSP certamente teria se insurgido contra, mas não o fez.

Isso significa que o TJSP reconhece como válida a utilização da cláusula de *earn-out*. Apesar de não ter sido identificada decisão que abordasse especificamente esse mecanismo de ajuste relacionado ao preço de aquisição em operações de fusões e aquisições, foi possível identificar outras decisões do TJSP que abordavam, recepcionavam e determinavam a forma de aplicação da cláusula de *earn-out*.

Um breve exemplo é o caso do julgamento do Agravo de Instrumento n. 2102808-20.2021.8.26.0000, interposto por Alex Lekowiez e outros contra Bullguer Alimentações S.A e outros, julgado sob a relatoria do Desembargador Cesar Ciampolini em 25.8.2021. Na origem,

trata-se de Ação Revisional de Contrato de Compra e Venda de Quotas de Emissão da SCP Bullguer Alimentação e Outras Avenças, ajuizada por Bullguer Alimentação S.A e outros contra Alex Lewkowiez e outros, firmado em 23.12.2019. Na inicial, os Autores narraram que os réus são sócios ocultos da Sociedade Bullger, com participação de 30%, mas que, após desentendimentos societários, foi acordado em 2020 pela saída dos sócios mediante a aquisição de sua participação no montante de R\$ 25.800.000,00.

O preço foi calculado com base na avaliação da Sociedade, a partir da projeção de alto faturamento para os anos de 2020, 2021 e 2022, levando em conta o desempenho econômico da atividade. O pagamento de R\$ 25.800.000,00 foi programado para ocorrer em 4 parcelas (a) a primeira no valor de R\$ 3.000.000,00, que deveria ser transferida mediante celebração de aditamento ao instrumento particular de constituição da SCP Bullguer Alimentações; (b) a segunda, também de R\$ 3.000.000,00, com vencimento em 10/8/2020; (c) a terceira, no valor de R\$ 9.000.000,00, com vencimento em 10.01.2021; (d) a quarta e última, no valor de R\$ 10.800.000,00, com vencimento em 10.08.2021.

Dentre as parcelas, apenas a primeira foi paga tempestivamente. Para o pagamento das demais, foi realizado termo aditivo a fim de postergar o vencimento da segunda e da terceira parcela, mantendo-se apenas a última na data inicialmente prevista. Nas vésperas do vencimento da terceira parcela a Bullguer Alimentações S.A e outros, ajuizou a ação revisional para pleitear a ocorrência de onerosidade excessiva do contrato devido aos efeitos da pandemia. Por meio de tutela de urgência, requereram a suspensão da exigibilidade das duas últimas parcelas, o que foi deferido em 1ª instância.

Ocorre que, em 2ª instância, o Desembargador Relator reformou a decisão para determinar a liberação integral da cobrança do preço do contrato, tal como aditado pelas partes. No Voto Convergente n. 12358, o Desembargador Azuma Nishi aderiu ao posicionamento do Desembargador.

Para o que importa, nesse voto foi constatado que existem cláusulas de

earn out prevendo um prêmio, ou preço adicional, em favor dos vendedores, ou aceleração no recebimento das parcelas, caso a venda da participação a terceiros se realizasse acima de determinado valor ou se o faturamento da empresa alcançasse determinados patamares. Não existem, no entanto, cláusulas de redução do preço ou rediscussão do preço no caso de não satisfação de tais ou outras premissas, razão pela qual a existência de tais cláusulas de *earn out* ou de aceleração no recebimento das parcelas do preço não autorizam a repactuação ou não pagamento de parcelas definidas do preço de aquisição.

Isso quer dizer que o TJSP valida e recepciona a utilização da cláusula de *earn-out* em contratos brasileiros. Em geral, o Tribunal se limitou a analisar as questões fáticas relacionadas ao caso, mas não foram identificadas decisões de alteração do sentido da cláusula por afronta a qualquer dispositivo legal, tal qual ocorreu nas hipóteses de indenização.

6 CONCLUSÃO

Buscou-se neste trabalho uma análise a respeito dos mecanismos de ajuste de preço em operações de fusões e aquisições com um cotejo de casos julgados nas cortes arbitrais e judiciais, a fim de se identificar como é realizada a execução desses mecanismos pelos tribunais.

Como visto, uma operação de fusão e aquisição compreende riscos e incertezas, que geralmente referem-se ao estado patrimonial dos ativos, ao desempenho desses ativos e aos acontecimentos futuros e incertos, que podem gerar efeitos patrimoniais⁶⁷. Durante a operação, as partes realizam diversos passos para identificar a maior quantidade de informações que serão relevantes, dentre eles, os dois passos fundamentais são a avaliação financeira e auditoria da empresa-alvo.

É bem verdade que essas duas etapas são essenciais para fins de identificar riscos. Aliado a isso, é preciso lidar com a expectativa das partes, que muitas vezes é um grande entrave para o fechamento da operação. Novamente, não é apenas porque a auditoria e a avaliação financeira foram capazes de identificar riscos, com propostas de alocação desses, que a operação será fechada, pois a mera possibilidade de alocá-los não significa dizer que a operação vai prosseguir até o fechamento.

Mas, quando as partes se dispõem a assumir os riscos em detrimento da relevância que a operação possui, é que entra a necessidade de prever e formular estratégias para alocar os riscos e lidar com as incertezas que as partes carregam. Para isso, os contratos geralmente utilizam as cláusulas de ajuste de preço, *earn-out*, *holdback*, *escrow account* e/ou de indenização.

Basicamente, para os riscos e incertezas mais comuns foram criados “remédios”. A cláusula de ajuste de preço, é utilizada para quando houver um lapso temporal entre a assinatura e o fechamento do contrato, que possa alterar o preço calculado; a cláusula de *earn-out* é utilizada como um prêmio quando possuem expectativas antagônicas quanto à *performance* da empresa, mas pretendem fechar o negócio; a cláusula de *holdback* é utilizada como uma garantia da parte, que retém parte do preço a ser pago, em razão de incertezas quanto a determinada contingência; a cláusula de *Escrow account* é uma conta vinculada, em que as partes depositam parte do dinheiro como uma forma de reter parte do preço para contingências

⁶⁷ FERRAZ, Adriano *et al.* A alocação de riscos em operações de M&A: análise das cláusulas de ajuste de preço e indenização, p. 564 In: BARBOSA, Henrique *et al.* **Novos Temas De Direito E Corporate Finance**. São Paulo: Quartier Latin Do Brasil, 2019

futuras; e a cláusula de indenização é utilizada para que as partes recebam um valor, em razão do acontecimento ou não de determinado fato que causava incerteza na parte.

Apesar de parecer que existe um remédio para as doenças mais comuns, é preciso guardar muito cuidado, ter muita cautela e atenção. Cautela e atenção nunca são demais para operações de fusões e aquisições, especialmente quando se trata de negociação de preço, a cláusula mais importante e mais debatida de um contrato de M&A.

Bom, primeiro, é importante lembrar que a redação das cláusulas deve ser precisa e deve abarcar os pontos principais e mais controvertidos que cada uma delas possui. Num *earn-out*, por exemplo, em que o acontecimento futuro e incerto se dará quando já tiver acontecido uma mudança da gestão, é preciso ter especial atenção nesse ponto. Nas cláusulas de indenização, por exemplo, cabe destacar quais são os danos que serão indenizáveis, especificar o que seriam esses danos, detalhar aquilo que não será indenizado, caso exista. Nessa parte, o assessoramento jurídico de grupos experientes se demonstrará imprescindível.

Até porque, como o próprio nome de algumas das cláusulas já demonstra esses mecanismos são importados e, portanto, precisarão de uma atenção a mais. É certo que o art. 421-A do Código Civil, incorporado pela Lei da Liberdade Econômica, determina que a alocação de riscos em contratos empresariais deve ser respeitada, da mesma maneira, sabe-se que a liberdade de contratar e a autonomia da vontade permeiam os contratos empresariais.

No entanto, não cabem às partes de uma operação relevante se prenderem a poucos princípios e/ou a artigos esparsos identificados no Código Civil ou Lei das S.A, vez que quando inexistente legislação específica a possibilidade de uma decisão judicial confrontar esses artigos é alta e deve ser considerada para fins de segurança jurídica. É justamente isso que se vê da análise do cotejo entre as decisões arbitrais e judiciais.

Primeiro, quanto aos tribunais arbitrais, é sempre importante ressaltar que essas cortes contam com árbitros especialistas em direito societário, experientes em conduções de painéis arbitrais sobre operações de fusões e aquisições, por vezes, especialistas em contabilidade, engenharia ou qualquer outra área que o conflito demande um tratamento especializado, o que é uma das razões pelas quais as partes optam por levar os conflitos à arbitragem. Nos casos analisados, foi possível observar que os tribunais arbitrais seguem a lógica das operações M&A quando se deparam com o conflito relacionado aos mecanismos de ajuste de preço e buscam entender o que foi identificado em auditoria, qual foi a avaliação financeira, quais foram os parâmetros utilizados, se houveram declarações e garantias. Ou seja, os tribunais buscam identificar se o risco foi identificado, se era possível identificá-lo e se as partes guardaram com o dever de cuidado no fechamento da operação.

Tanto é assim que no julgamento do caso ASA Bioenergy Holding A.G e outros contra Mr. Adriano Ometto e Adriano Ometto Agrícola, o Tribunal Arbitral (i) analisou a cláusula que determina o preço de aquisição, (ii) buscou identificar como a empresa foi avaliada, (iii) entendeu que Adriano Ometto manipulou a avaliação financeira da empresa-alvo, (iv) analisou a forma em que deve se dar a indenização, conforme a cláusula acordada entre as partes e (v) determinou o valor devido. A questão desse caso, porém, é que, na visão do STJ, o Tribunal Arbitral deixou de fixar a indenização com base no dano efetivamente incorrido. Para o Tribunal Superior, em toda hipótese, no Brasil, a indenização é medida pela extensão do dano, conforme o art. 944 do Código Civil, e não pelo valor econômico do negócio.

A questão se repete no caso Luis Francos Debellis Mascaretii & LRM Serviços de Manutenção em Equipamentos e Máquinas de Laboratórios Ltda contra Vyttra Diagnósticos Importação e Exportação Ltda. Nesse caso, o Tribunal considerou que o Sr. Luis não revelou as informações relevantes relacionadas à saída de um dos clientes da empresa-alvo, razão pela qual deveria ser aplicada a cláusula de indenização e determinou que a condenação em 25% do valor histórico do preço. Esse caso contava também com uma cláusula de *earn-out*, que tinha como objetivo incentivar o administrador a manter os parâmetros de desempenho da empresa, mas o pagamento não foi realizado, pois Luis foi desligado do cargo de administrador.

Esse caso é interessante por si só, pois ele trata sobre diversos pontos do que foi abordado nas seções 2 e 3. Primeiro, observa-se que foi feita uma *due diligence* e foram realizadas declarações e garantias por meio das quais não foi possível identificar a informação relevante, o que impactou na formação do preço. Segundo o antigo administrador foi o mesmo administrador do pós-*closing*, e havia uma cláusula de *earn-out* para incentivá-lo a manter o desempenho da empresa, o que funcionou, pois as metas foram mantidas, mas ele foi dispensado por justa causa e não teve direito a receber os valores. Ou seja, o caso traz duas questões muito importantes suscitadas durante o trabalho, bem como a cláusula de indenização e de *earn-out*.

Mesmo com todas as considerações do Tribunal Arbitral quanto aos fatos, a sentença foi alterada perante o TJSP no âmbito da ação anulatória de sentença arbitral. Aqui, a reversão da decisão se deu, pois, segundo o Judiciário, o Tribunal Arbitral deixou de justificar o arbitramento da condenação em 25% do valor histórico, de forma que não foi possível entender se o valor da indenização equivalerá ao dano efetivamente suportado. O TJSP, inclusive, consignou que o cálculo da indenização com base o EBITDA contempla o comando do art. 944 do Código Civil, o que é uma questão muito importante de ser considerada quando da redação da cláusula de ajuste de preço.

A partir disso, o TJSP anulou a sentença arbitral quanto ao percentual da indenização. Novamente, entra a discussão de que a indenização se mede pela extensão do dano, como preceitua o art. 944 do Código Civil. Além disso, o TJSP anulou a sentença arbitral quanto à fixação do preço, em razão da inobservância ao contraditório e à ampla defesa.

Por fim, quanto ao caso Nilson Corrêa da Silva e outros contra Sercon, as partes acordaram pela utilização da cláusula de *earn-out* condicionada ao atingimento de metas para o período de *earn-out* entre 2011 e 2012. A controvérsia, mais uma vez, é relacionada ao atingimento de metas quando os administradores anteriores ao *closing* foram os mesmos no pós-*closing*. É a mesma questão que foi trazida no tópico 3.1.2, do *earn-out*, de que a administração da empresa para o período do pós-*closing*, que coincide com o período de *earn-out* deve ser bem acordada, junto com um acordo específico quanto aos parâmetros a serem utilizados para cálculo da cláusula.

Fato curioso é que o caso também chegou ao Judiciário. No TJSP, a decisão não foi anulada com base no art. 944 do Código Civil, mas por outras questões procedimentais. No entanto, isso mostra uma recepção do Tribunal com relação às cláusulas de *earn-out*.

Em geral, as decisões são pautadas por cada dos passos da operação utilizados para identificar riscos. A partir disso, vem a análise do mecanismo de ajuste de preço escolhido e disposto no contrato. Ocorre que as decisões arbitrais, cuja obrigação será cumprida no Brasil, não podem estar em desacordo com a ordem pública e devem observar que o princípio que rege a reparação é o princípio da reparação integral. E mais, as decisões precisam estar muito bem fundamentadas, já que o árbitro atua como juiz e este é um dever dos juízes no judiciário.

Os pontos de atenção indicados foram relatados do que foi possível extrair das decisões de homologação de sentença estrangeira ou de anulação de sentença arbitral proferidas pelos tribunais judiciais. Em duas decisões, tanto o Superior Tribunal de Justiça, quanto o Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, anularam sentenças com base no art. 944 do Código Civil, que trata justamente sobre o princípio da reparação integral.

Isso demonstra que as cláusulas não tiveram redação expressa quanto a esse ponto, mesmo que a legislação brasileira tenha sido escolhida a aplicável. Na mesma linha, o tribunal arbitral não se atentou ou não fundamentou a decisão no que tange ao princípio da reparação integral, o que fez com que os tribunais do judiciário revertissem a sentença arbitral. Ou seja, cabe aos tribunais arbitrais sempre terem atenção ao art. 944 do Código Civil, ao princípio da reparação integral, pois são pontos analisados pelo judiciário quando as sentenças passam por homologação ou revisão. Dessa maneira, é preciso que os árbitros enfrentem as questões da legislação brasileira com mais afinco quando da execução dos mecanismos de ajuste de preço.

Vale destacar que cabe às partes, também, terão atenção ao princípio da reparação integral e ao art. 944 do Código Civil quando forem negociar e redigir as cláusulas. Em especial, já durante a arbitragem, é muito importante que a parte que estiver ganhando o procedimento arbitral com base nos mecanismos de ajuste de preço se atente se a sentença é clara quanto a esses pontos.

Não é fácil de identificar decisões públicas quando se trata de arbitragem, pois muitos casos estão em sigilo, até mesmo quando essas sentenças são homologadas ou contestados no judiciário, o que dificulta a análise e reduz a segurança jurídica. Nesse ponto, uma questão interessante é que as decisões arbitrais sejam cada vez mais publicizadas, pois se as partes souberem o que diz a jurisprudência de forma mais clara, elas não entrarão em uma arbitragem e, se entrarem, entrarão com mais segurança do eventual efeito a sentença. Isso é um benefício para o mundo empresarial, que é tão preocupado com a segurança jurídica, mas que, ao mesmo tempo mantém o posicionamento de determinar o sigilo dos julgados.

Dos casos identificados, porém, é possível destacar que os tribunais judiciais recepcionam as cláusulas de ajuste de preço, mas não deixam de revisar as cláusulas ou as sentenças arbitrais quando identificam, principalmente, o desrespeito ao princípio da reparação integral. Ou seja, esse é mais um ponto a ser pensado e registrado quando da redação das cláusulas e quando da resolução do conflito junto aos tribunais arbitrais.

Por fim, é sempre importante frisar que o judiciário pode e deve agir quando houver alguma deficiência na sentença arbitral. No entanto, não deve ser o judiciário utilizado como método revisional de toda e qualquer decisão proferida nas cortes arbitrais, pois, caso isso aconteça, os tribunais arbitrais esvaziam a sua razão de ser.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AVELAR, Letícia. **A cláusula de não indenizar**: uma releitura do instituto à luz do atual código civil brasileiro. Orientador: Giselda Maria Fernandes Novaes Hironaka. 2011. Dissertação (Mestrado em Direito Civil) - Universidade De São Paulo, São Paulo, 2011.

ACQUIOM, SRS. 2021 M&A Deal Terms Study: Analysis of deal terms in private-target M&A transactions that closed between 2016 – 2020. Acesso em 10.7.2022. Disponível em: <https://www.srsacquiom.com/resources/ma-deal-terms-study-2021/>

Camargo Correa S.A. v. Globe Specialty Metals, Inc. (Final Award), ICC Case No. 15260/JRF, 27 June 2011, **Arbitrator Intelligence Materials**, Kluwer Law International. 2011

CASTRO, Rodrigo *et al.* **Direito Societário, Mercado de Capitais, Arbitragem e Outros Temas**. São Paulo: Editora Quartier, 2021

CITOLINO, Carolina. **Indenização pelo descumprimento da cláusula de declarações e garantias no Brasil**. Orientador: André Antunes Soares de Camargo. 2013. DISSERTAÇÃO (Pós-Graduação em Direito) - Direito dos Contratos do Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, São Paulo, 2013

Corol Cooperativa Agroindustrial v. Itochu International Inc e Outros, Superior Tribunal de Justiça do Brasil, Recurso Especial no 944.917/SP, 18 September 2008, **Revista Brasileira de Arbitragem**, Comitê Brasileiro de Arbitragem CBAr & IOB, Volume VI, p. 198-201. 2009

COUTINHO, Sérgio Mendes B. **Fusões e aquisições**. São Paulo: Editora Saraiva, 2017

DIREITO EMPRESARIAL CAFÉ COM LEITE: #EP46: MÜSSNICH, FRANCISCO ANTUNES MACIEL. A cláusula de earn-out na aquisição de sociedade: solução ou postergação do problema?. Locução de: Amanda Athayde Linhares Martins Rivera. Entrevistado: Franciso Antunes Maciel Müssnich, 19 de abril de 2022. Podcast. Acesso ao episódio pela plataforma Spotify.

DA ROCHA, Dinir Salvador Rios; QUATTRINI, Larissa T. **Série Gvlaw - Direito societário: Fusões, aquisições, reorganizações societárias e due diligence, 1ª Edição**. São Paulo: Editora Saraiva, 2012

EREIO, Joana. Cláusulas de fixação de preço em contratos de compra e venda de ações. **Actualidad Jurídica Uría Menéndez**, Portugal, p. 135-145, 15 out. 2015

FERRAZ, Adriano *et al.* A alocação de riscos em operações de M&A: análise das cláusulas de ajuste de preço e indenização. In: BARBOSA, Henrique *et al.* **Novos Temas De Direito E Corporate Finance**. São Paulo: Quartier Latin Do Brasil, 2019. p. 561-593.

GALPIN, Timothy; HERNDON, Mark. **The Complete Guide to Mergers & Acquisitions: process tools to support m&a integration at every level**. 3°. ed. San Francisco: Jossey-Bass, 2014

GORESCU, Carla. **Delimitação da indenização em operações de fusões e aquisições no Brasil**. Orientador: Mariana Pargendler. 2019. Dissertação (Mestrado em Direito) - Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getulio Vargas, São Paulo, 2019

GOUVÊA, Carlos *et al.* **Fusões E Aquisições: Pareceres**. São Paulo: Grupo Almedina, 2022

HARRISON, Christopher. **Make the Deal: Negotiating Mergers & Acquisitions**. New Jersey: Bloomberg Press, 2014

JUNIOR, José Octavio. **A Liberdade Contratual Acerca Da Responsabilidade Sobre Os Passivos Em Operações De Fusão & Aquisição**. Orientador: André Antunes Soares De Camargo. 2011. Monografia (Pós-Graduação em Direito dos Contratos) - Master Of Laws Do Insper – Instituto De Ensino E Pesquisa, São Paulo, 2011

KAYO, Graziella. **A Conta Vinculada (Escrow Account) Em Operações De Fusão E Aquisição: Resolução De Impasses Sobre Liberação Dos Recursos Depositados**. Orientador: Mario Engler Pinto Junior. 2019. Dissertação (Mestrado em Direito) - Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getulio Vargas, SÃO PAULO, 2019

LIMA, Stefan. Operações Societárias. In: PERES, Tatiana *et al.* **Temas Relevantes de Direito Empresarial**. Rio de Janeiro: LumenJuris Editora, 2014. cap. 4, pag. 373-385.

LEE, João Bosco. ASA Bioenergy Holding AG, Abengoa Bioenergia Agrícola Ltda, Abengoa Bioenergia Sao Joao Ltda, Abengoa Bioenergia São Luiz S/A and Abengoa Bioenergia Santa Fé Ltda v. Adriano Giannetti Dedini Ometto and Adriano Ometto Agrícola Ltda, Superior Court of Justice of Brazil, Sentença Estrangeira Contestada No. 9.412 - US (2013/0278872-5), 19 April 2017, **Kluwer Law International**, 2017

LEE, João Bosco. Luis Francisco Debellis Mascaretti & LRM Serviços de Manutenção em Equipamentos e Máquinas de Laboratórios Ltda v. Vytra Diagnósticos Importação e Exportação Ltda, Court of Justice of the State of São Paulo, Apelação Cível nº 1048961-82.2019.8.26.0100, 10 March 2021, **A contribution by the ITA Board of Reporters**, Kluwer Law International. 2021

MARTELANC, Roy *et al.* **Avaliação de Empresas: Um Guia para Fusões & Aquisições e Private Equity**. Londres: Pearson Universidades, 2009

MARTELANC, Roy et al. **Fusões & Aquisições: Estratégias Empresariais e Tópicos de Valuation**. São Paulo: ALL Print, 2016

MATIAS, Alberto B. **Finanças Corporativas de Curto Prazo: A Gestão do Valor do Capital de Giro (V. 1), 2ª edição**. São Paulo: Grupo GEN, 2014

MIZOGUTI, Samanta M. **Fusões e Aquisições: efeitos jurídicos das negociações. (Coleção IDiP)**. São Paulo: Grupo Almedina, 2022

NANNI, Giovanni, A Fixação do Dano na Jurisprudência Arbitral, **Revista Brasileira de Arbitragem**, São Paulo, v 9, p. 7-26

MUSSNICH, Francisco. **A Cláusula de Earn-Out na Aquisição de Sociedades: Solução ou Postergação do Problema?**, In: BARBOSA, Henrique *et al.* **Novos Temas De Direito E Corporate Finance**. São Paulo: Quartier Latin Do Brasil, 2019. p. 977 - 994

PAIVA, MARIANA *et al.* **Controvérsias Tributárias Dos Mecanismos Contratuais De Ajuste De Preço Em Operações De Fusões E Aquisições**. 2017. Dissertação (Mestre em Direito) - Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getulio Vargas, São Paulo, 2017

PIVA, Luciano. **O Earn-Out na Compra e Venda de Empresas**. São Paulo: Quartier Latin, 2019

REED, Stanley *et al.* **The Art of M&A: A Merger, Aquisition, Buyout, Guide**. 4°. ed. New York: McGraw-Hill, 2007

ROSENBAUM, Joshua; PEARL, Joshua. **Investment Banking: Valuation, Leveraged Buyouts, and Mergers & Acquisitions**. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., 2009

SÃO PAULO, Tribunal de Justiça. Agravo de Instrumento nº 2005332-16.2020.8.26.0000. Ação de execução de título extrajudicial. Banco Bradesco S/A versus Dapevel Distribuidora de Veículos Ltda e outros. Relator: Hélio Nogueira. São Paulo, 4 de abril de 2020, **Jurisprudência Paulista**, São Paulo. 2017

SÃO PAULO, Tribunal de Justiça. Agravo de Instrumento nº 2137254-88.2017.8.26.0000. Cumprimento de sentença arbitral. Nilson Corrêa da Silva e outros versus Sercon Industria E Comercio De Aparelhos Médicos Hospitalares LTDA. Relator: Claudio Godoy. São Paulo, 13 de dezembro de 2017. **Jurisprudência Paulista**, São Paulo. 2017

SÃO PAULO, Tribunal de Justiça. Apelação Cível mº 1138617-55.2016.8.26.0100. Ação anulatória de sentença arbitral. Nilson Corrêa da Silva e outros versus Sercon Indústria e Comercio de Aparelhos Médicos Hospitalares LTDA e outros. Relator: Claudio Godoy. São Paulo 13 de maio de 2019. **Jurisprudência Paulista**, São Paulo. 2019

SÃO PAULO. Tribunal de Justiça. Apelação Cível nº 1124529-12.2016.8.26.0100. Societário. Antônio José Monaco e outros versus Cícero Aurélio Sinisgalli e outros. Relator: Alexandre Marcondes. São Paulo, 22 de outubro de 2019. **Jurisprudência Paulista**, São Paulo. 2019

VALUATION: MODELO DE FLUXO DE CAIXA DESCONTADO. Publicado por Professor Vicente Guimarães. 2019 em 13.11.2019. Disponível em: <https://www.youtube.com/watch?v=iTiBIs-G5gc>. Acesso em 22.7.2022.

ZIEHMS, Daniel. Chapter 2: The Value of the Firm, Capital Structure, and the Completion Mechanism. **M&A Disputes and Completion Mechanisms, Arbitration in Context Series**, Volume 3. Kluwer Law International; Kluwer Law International [United States](#), p. 9-22, 2018