

HENRIQUE BARBOSA

SÉRGIO BOTREL

COORDENADORES

# NOVOS TEMAS DE DIREITO E *CORPORATE FINANCE*

ADRIANO AUGUSTO TEIXEIRA FERRAZ  
ALBERTO W. VIEIRA  
ANDRÉ ANTUNES SOARES DE CAMARGO  
BERNARDO FABIÃO  
BERNARDO VIANNA FREITAS  
CAIO COSSERMELLI  
CAIO MACHADO FILHO  
DAN M. KRAFT  
DANIEL KALANSKY  
DANIEL SIVIERI ARRUDA  
DAVID C. SCHECHTMAN  
EDUARDO GOULART PIMENTA  
FELIPE HANZMANN  
FLÁVIO PICCHI  
GABRIELLA LIMA FLORNER  
GLAUCO DA ROCHA  
GUILHERME C. MONTEIRO DE ANDRADE  
HENRIQUE CUNHA BARBOSA  
HENRIQUE L. ALEXANDRE NETO  
IGOR MUNIZ  
JOÃO PAULO MINETTO

JOSÉ ROMEU GARCIA DO AMARAL  
LEANDRO SABOIA RINALDI DE CARVALHO  
LEONARDO BARROS C. DE ARAÚJO  
LUCIANO BENETTI TIMM  
LUIZ ALBERTO COLONNA ROSMAN  
LUIZ FELIPE EUSTAQUIO  
MARCELO ARAÚJO PEREIRA  
MÁRCIO DA ROCHA MEDINA  
MARCUS BITENCOURT  
MÁRIO TAVERNARD MARTINS DE CARVALHO  
MATHEUS SOUSA RAMALHO  
MAURICIO QUADROS SOARES  
NILSON LAUTENSCHLAGER JR.  
PEDRO BRIGAGÃO  
PEDRO WEHRS DO VALE FERNANDES  
RAFAEL BIONDI SANCHEZ  
RODRIGO AMARAL E SOUZA  
RODRIGO R. MONTEIRO DE CASTRO  
SÉRGIO BOTREL  
TATIANA PASQUALETTE  
THIAGO PEIXOTO ALVES

QUARTIER LATIN

**HENRIQUE BARBOSA**  
**SÉRGIO BOTREL**

*Novos temas de Direito e Corporate Finance*

São Paulo: Quartier Latin, 2019.

ISBN 85-7674-603-4

1. Direito Empresarial. 2. *Corporate Finance* 3. Direito Societário

I. Título

*Editor*

Vinícius Vieira

*Produção editorial*

José Ubiratan Ferraz Bueno

*Diagramação*

Anderson dos Santos Pinto

*Revisão gramatical*

Studio Quartier

*Capa*

Anderson dos Santos Pinto

**EDITORA QUARTIER LATIN DO BRASIL**

Rua General Flores, 508

Bom Retiro – São Paulo

CEP 01129-010

Telefone: (11) 3222-2423

*Email:* [quartierlatin@globo.com](mailto:quartierlatin@globo.com)

**TODOS OS DIREITOS RESERVADOS.** Proibida a reprodução total ou parcial, por qualquer meio ou processo, especialmente por sistemas gráficos, microfílmicos, fotográficos, reprográficos, fonográficos, videográficos. Vedada a memorização e/ou a recuperação total ou parcial, bem como a inclusão de qualquer parte desta obra em qualquer sistema de processamento de dados. Essas proibições aplicam-se também às características gráficas da obra e à sua editoração. A violação dos direitos autorais é punível como crime (art. 184 e parágrafos do Código Penal), com pena de prisão e multa, busca e apreensão e indenizações diversas (arts. 101 a 110 da Lei 9.610, de 19.02.1998, Lei dos Direitos Autorais).

## CLÁUSULAS DE AJUSTE DE PREÇO, *LOCKED BOX* E GARANTIAS EM OPERAÇÕES DE M&A

Rodrigo R. Monteiro de Castro

Leonardo Barros C. de Araújo

### 1. CONSIDERAÇÕES INTRODUTÓRIAS

No presente trabalho, como o próprio título indica, pretende-se analisar alguns aspectos de cláusulas contratuais relacionadas ao elemento preço em operações de *mergers and acquisitions* (M&A): termo em inglês que, absorvido e traduzido, no âmbito da praxe societária brasileira, deu origem à expressão “fusões e aquisições”.

Apesar da aparente restrição imposta pela sigla M&A, tendo em vista abarcar apenas 2 (dois) tipos de operações societárias (quais sejam, as fusões e as aquisições), nessa ideia também estão incluídas as transformações, incorporações, incorporações de ações, cisões e quaisquer outras técnicas contratuais cujo objeto envolva a tipificação da própria sociedade – como no caso da transformação<sup>1</sup> –, a propriedade das ações, quotas ou outros bens conferidores de direitos de sócio, a função de reorganizar sociedades, unificando, dividindo ou, até mesmo, criando entidades<sup>2</sup>, bem como a implementação de estratégias para permitir o crescimento externo ou compartilhado de uma corporação<sup>3</sup>.

Desse modo, inobstante o termo levar o intérprete à (falsa) conclusão imediata de que M&A abrangeria somente as reorganizações societárias – isto é, arranjos ou rearranjos internos e estruturais que acontecem em um plano superior ao da empresa, envolvendo pessoas (físicas ou jurídicas) titulares de

<sup>1</sup> Lei nº 6.404/76. Art. 220. A transformação é a operação pela qual a sociedade passa, independentemente de dissolução e liquidação, de um tipo para outro.

<sup>2</sup> “Classificados juridicamente, transformação, incorporação, fusão e cisão de sociedades são negócios jurídicos contratuais típicos, ou nominados, próprios do direito societário, que têm em comum a função de reorganizar sociedades: a reorganização mediante transformação consiste em modificar o tipo legal de uma sociedade existente; os negócios de incorporação, fusão e cisão reorganizam sociedade ou sociedades existentes e a criação de novas.” FILHO, Alfredo Lamy; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Direito das companhias*. 2ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 1259.

<sup>3</sup> BOTREL, Sérgio. *Fusões & Aquisições*. 3ª ed. São Paulo: Saraiva, 2014, p. 21

direitos de sócios<sup>4</sup> –, as reorganizações empresariais<sup>5</sup> e associativas<sup>6</sup> também fazem parte do conjunto de técnicas integrantes do extenso rol de possibilidades em matéria de fusões e aquisições.

Aliás, como registrou Sérgio Botrel, “a nomenclatura *fusões e aquisições* identifica o conjunto de medidas de crescimento externo ou compartilhado de uma corporação, que se concretiza por meio da ‘combinação de negócios’ e de reorganizações societárias”<sup>7</sup>.

Pode-se, assim, entender o M&A também como um conjunto de estruturas organizativas, cuja finalidade varia de acordo com a modalidade de operação escolhida.

Diante dessa multiplicidade, que abarca fusões, incorporações, alienações, cisões, *joint ventures*, consórcios, entre outras, e com vistas a assegurar o didatismo das considerações expostas neste trabalho, optou-se por realizar um corte metodológico. O foco do estudo está nas operações de compra e venda de participações societárias; mais especificamente, na aquisição de ações: valores mobiliários emitidos pelas sociedades anônimas que, nos termos do art. 11<sup>8</sup> e seguintes da Lei nº 6.404, representam unidades do capital social e conferem aos seus titulares a condição de acionista.

E, deve-se destacar: o contrato de compra e venda de participações societárias pressupõe a transferência da posição de sócio. A “aquisição” de uma companhia – assim entendida como a entidade titular de um patrimônio e exercente da empresa<sup>9</sup> – ocorre, então, por meio da assunção da propriedade das ações emitidas por tal companhia.

4 CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro De. *Regimes jurídico das reorganizações*. 1ª ed. São Paulo: Saraiva, 2016, p. 103.

5 “Na reorganização empresarial não se afeta a estrutura essencial da sociedade; mas se modifica substancialmente a empresa e a atividade empresarial. É apenas no plano empresarial, portanto, que as modificações ocorrem. Veja-se, por exemplo, o negócio que envolve estabelecimento empresarial [...]. Quando se opera a alienação de estabelecimento, as relações societárias permanecem inalteradas, sem qualquer movimento essencial no plano dos sócios ou da sociedade.” CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro De. *Regimes jurídico das reorganizações*. 1ª ed. São Paulo: Saraiva, 2016, p. 111.

6 “Há modalidades que não se enquadram nas descrições das reorganizações societárias ou empresariais. Não deixam, por isso, de ter natureza de reorganização. Mas o propósito é associativo, sem modificação das bases da sociedade ou da empresa. São as reorganizações associativas. Assim se caracterizam, por exemplo: (i) o consórcio; (ii) o grupo; e (iii) a *joint venture*.” CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro De. *Regimes jurídico das reorganizações*. 1ª ed. São Paulo: Saraiva, 2016, p. 119.

7 BOTREL, Sérgio. *Fusões & Aquisições*. 3ª ed. São Paulo: Saraiva, 2014, p. 21

8 Lei nº 6.404/76. Art. 11. O estatuto fixará o número das ações em que se divide o capital social e estabelecerá se as ações terão, ou não, valor nominal.

9 Nos termos do art. 966 da Lei nº 10.506/02, empresa é a atividade econômica organizada para a produção ou a circulação de bens ou de serviços, exercida profissionalmente.

A escolha por essa restrição temática se justifica, dentre outras motivações, pela seguinte constatação: é nos processos de aquisição de participação societária que mais facilmente se observa e se identifica a utilização dos mecanismos de definição do preço, que serão analisados a seguir. Afinal, em se tratando de um contrato de compra e venda – cujo objeto (participação societária), ressalte-se, exige cautelas excepcionais<sup>10</sup> – o preço é elemento central da realização do negócio.

Além disso, apesar da representatividade das sociedades limitadas na economia brasileira, considerando a premissa (não verificada) de que os maiores empreendimentos estariam “reservados” às sociedades anônimas, as grandes operações de M&A – e, por grandes, não nos referimos apenas ao grau de complexidade, mas, aos valores envolvidos também – costumariam, assim, envolver sociedades anônimas e as ações por elas emitidas.

Por estes simples motivos – que guardam relação, portanto, com a praxe societária – é que se decidiu pelo estudo proposto com enfoque nos contratos de compra e venda de ações.

Feitas essas considerações introdutórias, passamos a discorrer, brevemente, sobre o cenário das fusões e aquisições no Brasil.

### 1.1. A IMPORTÂNCIA DO AMBIENTE

O volume das operações de M&A aumenta ou diminui conforme a realidade do ambiente no qual as partes negociam; não só sob o aspecto econômico, mas, também político. Em países onde existem governos totalitários, o fluxo de negociações puramente privadas tende a ser menor ou, até mesmo, inexistente, em função da concentração de poderes na figura estatal. Isto é, os agentes privados não são livres para contratar, como quiserem, sem a autorização, interferência ou participação, conforme o caso, do Estado.

Como se sabe, no Brasil, a realidade não é essa. Os agentes econômicos podem estabelecer suas negociações, de certa forma, livremente, observadas determinadas restrições pré-estabelecidas e já conhecidas. Porém, apesar da existência de ambientes econômico e normativo aptos à recepção de operações

<sup>10</sup> “A compra e venda de participações societárias de controle é regida pelo direito dos contratos. Tendo por objeto participações societárias, porém, constitui um contrato específico, que não pode ser compreendido adequadamente sem a perspectiva societária”. BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. *Compra e venda de participações societárias de controle*. Tese de doutorado defendida perante a Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo (orientador: Prof. Eduardo Secchi Munhoz). São Paulo, 2017, p. 13.

de M&A, o País não pode ser considerado um protagonista mundial nesse setor. Em virtude dessa característica de coadjuvante, muitas das técnicas utilizadas nas operações de M&A são importadas de centros mais tradicionais e pujantes.

E o Brasil foi pródigo em recepcionar referidas técnicas – adequando-as, eventualmente, ao ordenamento pátrio, ou, simplesmente incorporando-as à práxis, sem a devida tropicalização –, advindas de mercados diferentes.

Dentre os mecanismos e cláusulas importados pelos agentes atuantes, destacam-se as cláusulas de definição do preço. Sobre esse componente contratual, aliás, algumas considerações precisam ser feitas.

## 2. O ELEMENTO PREÇO NOS CONTRATOS DE M&A

O contrato de aquisição de participação societária é um contrato de compra e venda de bem móvel – com especificidades decorrentes da natureza jurídica do bem alienado ou adquirido. Logo, o elemento *preço* é núcleo central dessa operação de M&A.

Nos termos do art. 481 do Código Civil<sup>11</sup>, o pagamento do preço é a contrapartida necessária, em um pacto de compra e venda, à transferência da titularidade de um bem; todavia, se não há preço, então, a materialização dessa relação obrigacional – estabelecida pelas partes, a fim de transferir o domínio de uma coisa – não precisa se dar mediante contrato de compra e venda.

Para promover de maneira gratuita a transferência da propriedade de um bem, mais adequado seria – do ponto de vista contratual, e não tributário ou sucessório – a celebração de um contrato de doação, tendo em vista que o resultado deste tipo de pacto mais se amoldaria à característica não onerosa, pretendida pelas partes.

Nesse ponto, poder-se-ia até discutir a questão do preço vil ou da simulação de negócios jurídicos mediante a determinação de preço irreal. Entretanto, além de se tratar de uma outra discussão, acerca da qual não nos cabe discorrer neste momento, sob pena de desvirtuamento do foco do presente trabalho, deve-se, a princípio, privilegiar a autonomia das partes e, diante da inexistência de indícios em contrário, presumir que o contrato (e seu preço, portanto) resulta de uma negociação franca e equilibrada, permeada de boa-fé – presunção que afasta, pelo menos de início, discussões acerca de vícios do negócio jurídico que reclamem sua nulidade ou anulabilidade, em especial quanto à formação do preço.

11 Lei nº 10.406/02. Art. 481. Pelo contrato de compra e venda, um dos contratantes se obriga a transferir o domínio de certa coisa, e o outro, a pagar-lhe certo preço em dinheiro.

Isso, é claro, sem prejuízo de eventuais questionamentos de outras ordens, como a fiscal, sujeitando transferências por preços irrisórios ou injustificáveis a autuações para fins de (i) cobrança de imposto de renda sobre ganho de capital, por exemplo, ou, até mesmo, (ii) no âmbito de planejamentos tributários em reorganizações societárias, aplicação de penalidades por distribuição disfarçada de lucros ou, em sentido mais genérico, evasão fiscal.

Em uma operação de aquisição de participação societária, as partes, geralmente, por consequência do estabelecimento de suas tratativas iniciais, sobre a concepção do negócio, seus motivadores e objetivos, celebram documentos preliminares – como memorandos de entendimentos, *letters of intent* etc. –, a fim de formalizar suas intenções e fixar algumas bases ou premissas do negócio.

O passo seguinte costuma ser a realização das auditorias necessárias (conhecidas como *due diligence*), para permitir que as partes possam, devidamente informadas, definir como a operação será estruturada, contratada e executada. Somente depois de ultrapassadas as etapas anteriores, celebram-se os documentos definitivos, a exemplo do contrato de compra e venda de participação societária.

O preço, então, que será cláusula de destaque no contrato definitivo, resulta de todas as fases anteriores à assinatura desse instrumento, e, em muitas vezes, é impactado também por eventos subsequentes, como determinados fatos observados até a implementação efetiva do negócio contratado. E este é o ponto chave para o presente trabalho: como definir o preço e o seu pagamento.

Não se trata aqui da precificação em si; isto é, dos mais variados métodos de *valuation* utilizados para se chegar a quanto vale o objeto a ser adquirido: fluxo de caixa descontado, múltiplos de EBITDA<sup>12</sup> ou valor patrimonial, dentre outros.

Cuida-se, na verdade, da forma de contratação do preço e do grau de sua flexibilidade. Ou seja: se a cifra a ser paga variará de acordo com a ocorrência de certos eventos ou não.

## 2.1. A FORMATAÇÃO DO PREÇO E A SUA RELAÇÃO COM A TEORIA DOS CUSTOS DE TRANSAÇÃO

Em outras palavras, a problemática consiste em descrever e analisar os principais aspectos relacionados à cláusula de preço em contratos de M&A,

<sup>12</sup> EBITDA é sigla em inglês para "*earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*", traduzida para o português como LAJIDA: lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização. Trata-se de métrica contábil geralmente utilizada para mensurar a capacidade de geração de caixa de uma sociedade.

em especial o seu formato, que pode assumir uma das duas características a seguir: (i) ou as partes fixam um preço e preveem que ele poderá ser ajustado, a depender de condições específicas; (ii) ou as partes definem um preço que será definitivo e, portanto, não sofrerá variações.

Essas variações acerca da formatação do preço são justificadas devido ao grau de dificuldade atrelado à celebração de um contrato. Trata-se de processo tão custoso, no mais das vezes, que, talvez, somente a teoria econômica possa, com um pouco mais de precisão, demonstrar o porquê é difícil contratar. Permitimo-nos, aliás, nos socorrer à lógica dos custos de transação para auxiliar nessa tarefa.

Custos de transação são aqueles em que os agentes econômicos incorrem ao realizarem suas transações, os quais foram descritos por Dahlman como “custos de busca e informação, custos de barganha e decisão, custos de monitoramento e cumprimento”<sup>13</sup>.

O seguinte pressuposto deve ser fixado, então: a celebração de um contrato é um negócio que carrega custos consideráveis para as partes contratantes. E não se remete, aqui, aos gastos de recursos com assessores jurídicos e de outras áreas, apenas. É que os pactuantes enfrentam não só dificuldades para o estabelecimento do preço, mas, também para a definição de obrigações e responsabilidades, por exemplo. Toda e qualquer cláusula é um potencial princípio de litígio.

E, destaque-se: a previsão contratual é inesgotável. Diante das inúmeras possibilidades que podem (i) decorrer da ou (ii) afetar a relação obrigacional, afigura-se impossível dispor, no contrato, sobre todas as hipóteses de interesse dos contratantes, mesmo que tais interesses se restrinjam ao pacto firmado.

Isto é explicado pela teoria da incompletude contratual. Em linhas gerais – e bem simplórias, frise-se –, funda-se na constatação de que, em razão dos altos custos de transação envolvidos na celebração de um contrato, bem como da dinamicidade da vida real, todo pacto carrega algum grau de incompletude<sup>14</sup>.

A simplificação, portanto, opera em favor da economia nos custos de transação atrelados à atividade contratual; quase como um reconhecimento

13 DAHLMAN, 1979 apud COASE, Ronald Harry. *A firma, o mercado e o direito*. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2016 (Coleção Paulo Bonavides), p. 7.

14 HART, Oliver; HOLMSTROM, Bengt. *The theory of contracts*. WORLD CONGRESS OF THE ECONOMETRIC SOCIETY, 1985, Massachusetts. Disponível em: <<https://dspace.mit.edu/bitstream/handle/1721.1/64265/theoryofcontractoohart.pdf%3Bjsessionid%3DD2F89D14123801F-BB5A616B328AB8CFC?sequence%3D1>>. Acesso em: 05 set. 2017, p. 112.



da inevitável incompletude que afetará qualquer pacto, não importando os esforços – mesmo os hercúleos – empregados pelas partes.

E essa necessidade pela simplificação, como algo imprescindível à celebração de um contrato, em virtude da economicidade que os bons pactos devem refletir, atinge a formatação do preço.

Mas, como simplificar uma cláusula tão relevante? Trata-se, sem dúvidas, de algo desafiador. Não à toa existem diversas formas de contratar o preço em operações de M&A.

As cláusulas de ajuste de preço, que serão tratadas adiante, exemplificam esse fenômeno.

Afinal, (quase) sempre existirá uma distância entre as expectativas do comprador e as do vendedor acerca de quanto vale o objeto a ser vendido e adquirido<sup>15</sup>. Ademais, nos pactos em que a transferência do bem adquirido não ocorre simultaneamente à assinatura do instrumento, o preço final pode ser impactado até a efetiva assunção da propriedade da coisa adquirida, e as discussões acerca do preço do negócio, inobstante pertinentes, não podem se prolongar de tal forma que as partes jamais consigam firmar um contrato.

Essas considerações permitem uma conclusão: a técnica contratual, em especial no que toca ao formato de pactuação do preço, pode ser encarada como mecanismo de simplificação contratual, sob a ótica dos custos de transação envolvidos e da própria incompletude inevitável.

Isto porque, ao pactuar um ponto de partida para o preço, um montante inicial, que poderá variar, por força de ajustes eventualmente justificados em razão de fatos observados durante o curso da relação obrigacional, simplifica-se a contratação, deslocando para momento futuro a definição da cifra final.

Contudo, apesar de, em um primeiro momento, a previsão de ajuste de preço poder facilitar a conclusão do processo de negociação de um contrato, reduzindo os custos de transação envolvidos – quase que em um reconhecimento da inevitabilidade da incompletude contratual –, trata-se de cláusula potencialmente litigiosa e que traz certa insegurança para as partes contratantes. É possível que esse grau de indefinição quanto ao preço dificulte o acordo entre

<sup>15</sup> “Postclosing, balance sheet adjustments and escrow accounts, earn-outs and other contingent payments, contingent value rights, staging investment, rights to intellectual property, licensing fees, and Consulting agreements are typically used to consummate the deal when the buyer and seller cannot reach agreement on price.” DEPAMPHILIS, Donald M.. *Mergers, acquisitions, and other restructuring activities*. 6ª ed. San Diego: Academic Press, 2012, p. 421.

comprador e vendedor e, em determinadas operações, não se afigure como opção viável. Dependerá, naturalmente, da formatação do negócio e das características da negociação que o antecede.

Uma alternativa é a utilização do mecanismo do *locked box*: fixa-se um preço, com base em uma data escolhida pelas partes, e assume-se o risco de variações e do surgimento de eventos que possam afetar o montante, garantindo-se, por meio de outras cláusulas, estruturas de proteção aos contratantes, como nas hipóteses de má-fé ou de situações materiais adversas (cláusulas *mac*<sup>16</sup>), por exemplo.

De certa forma, a cláusula de preço tem reflexos em outras cláusulas do contrato, o que incute na contratação uma noção similar à de freios e contrapesos. Conforme observou Halembeck, “[é] importante salientar que a estrutura de preço, garantias e responsabilidade do vendedor repercute diretamente no preço do negócio.”<sup>17</sup>

Buscar o equilíbrio é tarefa árdua, especialmente porque contratar não pode ser tão caro, à luz dos custos de transação, sob pena de desestimular a celebração de contratos.

Alguns desses desafios serão tratados adiante, oportunidade em que os principais aspectos das cláusulas de ajuste de preço e do mecanismo do *locked box* serão analisados.

### 3. CLÁUSULAS DE AJUSTES DE PREÇO E O MECANISMO DO *LOCKED BOX*: TÉCNICAS CONTRATUAIS DE FORMATAÇÃO DO PREÇO EM OPERAÇÕES DE M&A

Sem dúvidas, é comum que não se consiga traduzir no contrato, com exatidão e de modo definitivo, o preço da participação societária negociada.

Primeiro porque, ainda que se trate de ações em circulação no mercado de capitais (em bolsa de valores), as oscilações de valor são frequentes e podem ser impactadas por fenômenos especulativos ou estruturais, ou, ademais, não refletir o valor que, no momento exato daquela negociação, possui – lembrando-se que,

16 As chamadas cláusulas *mac* (*material adverse change*) preveem que, na hipótese de ocorrência de determinada situação que gere efeito material adverso para a operação, mudando, de maneira substancial, as bases do negócio, o contrato seja resolvido ou, então, o preço seja diminuído.

17 HALEMBECK, Luiz Fernando Amaral; ROVAI, Armando Luiz; NETO, Alberto Murray. *As sociedades por ações na visão prática do advogado: Compra e venda de sociedades fechadas*. 1ª ed. São Paulo: Campus Jurídico, 2010, p. 158.

para um concorrente da companhia emissora, em busca de aumento de *market share*, por exemplo, aquela participação societária poderá valer mais do que para agentes não atuantes no mesmo segmento econômico.

Segundo porque, como já exposto, (quase) sempre haverá uma distância entre as expectativas do vendedor e as do comprador acerca de quanto vale o negócio.

Terceiro porque executar todos os mecanismos necessários à fixação do preço, em tese, mais justo, leva tempo; tempo esse que, no mais das vezes, é escasso para as partes envolvidas.

Vislumbra-se, assim, que a definição do preço é um processo custoso e complexo. Por isso é que atribuir a ele um certo grau de flexibilidade pode fazer sentido, no âmbito das várias negociações observadas na prática.

O que é acentuado, aliás, em decorrência da estruturação comumente observada em operações de M&A, acerca da celebração do negócio e a sua efetiva implementação, que nem sempre ocorrem de maneira simultânea.

### 3.1. AS CLÁUSULAS DE AJUSTE DE PREÇO

É bastante frequente que haja um intervalo – eventualmente não desprezível – entre o *signing* (assinatura do contrato definitivo de compra e venda) e o *closing* (fechamento da operação, aqui entendido como a implementação das disposições pactuadas no contrato, dentre elas a transferência da titularidade do objeto adquirido, do que decorre a assunção de direitos e obrigações conexos).

O fechamento também pode ser imediato, é verdade. Entretanto, essa estrutura é mais comum em operações menos complexas, que independem da satisfação de condições suspensivas (alcançadas, na prática, erroneamente de condições precedentes)<sup>18</sup>.

Em operações de fechamento diferido (ou seja, não imediato), nas quais a entrega do objeto alienado não ocorre simultaneamente à assinatura do contrato, mas, em um momento futuro – quando, por exemplo, a operação, para ser aperfeiçoada, depende de confirmação por alguma entidade regulatória – fatos

<sup>18</sup> Lei nº 10.406/02. Art. 121. Considera-se condição a cláusula que, derivando exclusivamente da vontade das partes, subordina o efeito do negócio jurídico a evento futuro e incerto.  
Art. 122. São lícitas, em geral, todas as condições não contrárias à lei, à ordem pública ou aos bons costumes; entre as condições defesas se incluem as que privarem de todo efeito o negócio jurídico, ou o sujeitem ao puro arbítrio de uma das partes.

podem ocorrer, entre a assinatura do contrato e a data da implementação efetiva da operação, e modificar a apreciação do valor do objeto do negócio.

A pactuação de condições suspensivas<sup>19</sup> – sem as quais o negócio não gera os efeitos pretendidos –, acarreta o surgimento de um intervalo em que os efeitos da operação, apesar de contratada, ficam suspensos, aguardando a satisfação dessas condições. A transferência da titularidade da participação societária, por conseguinte, só acontece após a implementação de referidas condições.

Ademais, sempre existe a possibilidade de que as condições para o fechamento, acertadas entre vendedor e comprador, não sejam fielmente implementadas, o que também pode impactar o preço ou, até mesmo, a realização do negócio.

Não à toa se afigura frequente a presença de cláusulas que prevejam a possibilidade de ajustes no preço contratado, justamente como forma de abarcar e regular o intervalo verificado entre a celebração do contrato e o fechamento da operação, e imprimir, no preço, as atualizações necessárias.

### 3.1.1. HIPÓTESE E NÚMEROS

Imagine-se uma situação em que um investidor deseja adquirir 75% (setenta e cinco por cento) das ações de emissão da Companhia Z, cuja titularidade pertence à Sociedade Y. Essa aquisição, no entanto, para ser implementada, depende da aprovação do CADE, nos termos da Lei nº 12.529/11 em razão de seus reflexos, que podem afetar a concorrência naquele mercado e, por consequência, os seus consumidores.

No período compreendido entre a assinatura do respectivo contrato de compra e venda de ações e a aprovação da operação pelo CADE, é natural que ocorram fenômenos capazes de afetar as premissas sobre as quais se fundamentou a precificação do bem adquirido, seja em razão de mutações patrimoniais, ocasionadas por decisões da administração ou pelo próprio desempenho da companhia emissora, seja por circunstâncias mercadológicas ou econômicas, de interesse direto da *empresa* (a atividade exercida pela Companhia Z).

Até porque, no caso da pendência de aprovação do CADE, para a venda das ações de emissão da Companhia Z, o investidor não pode assumir de imediato as funções próprias de titular da participação societária objeto do negócio,

<sup>19</sup> Lei nº 10.406/02. Art. 125. Subordinando-se a eficácia do negócio jurídico à condição suspensiva, enquanto esta se não verificar, não se terá adquirido o direito, a que ele visa.

sob pena de configurar implementação da operação antes da decisão do CADE, o que consiste em infração concorrencial, conhecida por *gun jumping*<sup>20</sup>.

Isso significa que o comprador ainda não teria – ou, pelo menos, não deveria – como influenciar os rumos da Companhia Z, na posição de sócio majoritário e, possivelmente, controlador<sup>21</sup>, de modo que os impactos causados no valor das ações compradas, em razão do desempenho da Companhia Z, decorrerão de escolhas que não foram feitas ou autorizadas pelo investidor.

A fim de equalizar os interesses de comprador (investidor) e vendedor (Sociedade Y), envolvidos na operação, são fixados critérios e fórmulas para calcular ajustes no preço da operação eventualmente necessários, caso ocorram fatos, definidos no contrato de compra e venda, que impliquem modificação no valor do ativo adquirido pelo comprador.

O mais comum, nessas hipóteses, é que caiba ao próprio comprador, quando do fechamento (ou logo após), realizar as devidas auditorias na companhia emissora das ações vendidas, a fim de identificar contingências ou outros fatores relevantes para o cálculo do ajuste de preço.

Ou seja, até mesmo a existência de uma cláusula que disponha sobre o marco inicial do preço e as hipóteses e condições que, caso implementadas ou observadas, modificarão esse montante, pode ser encarada como mecanismo de simplificação contratual, sob a ótica dos custos de transação envolvidos e da própria incompletude inevitável. Trata-se, assim, de alternativa utilizada para evitar que as discussões acerca do preço se prolonguem de tal forma que as partes jamais consigam firmar um contrato.

Acerca, aliás, da cláusula de preço e a sua realidade nas operações de M&A, são relevantes as considerações de Sérgio Botrel:

“Quanto mais simples essa previsão contratual, mais confortável a posição dos vendedores. É o que ocorre, v.g., com a previsão de preço determinado, em moeda corrente, pagável à vista mediante transferência bancária para as contas dos vendedores. No entanto, a

<sup>20</sup> *Gun jumping*, em tradução livre, significa “queimar a largada”. É o termo utilizado para identificar a consumação, ainda que parcial, de operação societária notificável ao CADE antes de sua aprovação por referida autarquia, nos termos da Lei nº 12.529/11. O *gun jumping* é um tipo de infração concorrencial que sujeita às partes a multas pesadas, incluindo a anulação da operação.

<sup>21</sup> Na definição trazida pelo art. 116 da Lei nº 6.404/76 e que pode, neste momento, ser utilizada como ponto de partida, é acionista controlador a pessoa física ou jurídica, ou grupo de pessoas, vinculadas por acordo de voto ou sob controle comum, que possua, em razão da titularidade de direitos de sócio, a maioria de votos em assembleia, a prerrogativa de eleger a maioria dos administradores da companhia, e que use, de forma efetiva, o seu poder para dirigir, influenciar e orientar as atividades sociais e o funcionamento dos órgãos da sociedade.

sofisticação do mercado brasileiro, e a preocupação de os compradores se protegerem mediante a utilização de técnicas contratuais, tem tornado cada vez mais raras as transações com precificação determinada, pagável em parcela única à vista.”<sup>22</sup>

De acordo com estudo da American Bar Association (“ABA”)<sup>23</sup>, em que foram analisadas 139 (cento e trinta e nove) operações de *middle market* ocorridas entre janeiro de 2016 e junho de 2017, 86% (oitenta e seis por cento) dos contratos apresentaram cláusulas de ajuste de preço.

Outro levantamento, realizado pela SRS Acquiom<sup>24</sup>, consultoria norte-americana especializada em M&A, analisou 925 (novecentas e vinte e cinco) operações, fechadas entre 2014 e 2017, nas quais prestou algum tipo de serviço, e constatou que 87% (oitenta e sete por cento) delas continham mecanismos de ajuste de preço.

Ao que parece, em razão da inspiração nas tendências observadas mundo afora, o mercado brasileiro de M&A, provavelmente, apresenta índices semelhantes de utilização das cláusulas de ajuste de preço. Não se trata de uma afirmação embasada em estatísticas formais – pois não tivemos acesso a qualquer estudo com enfoque nesse aspecto – mas, sim, inferida da praxe empresarial. As cláusulas de ajuste de preço, afinal, são uma realidade para os profissionais envolvidos em operações de M&A no Brasil.

### 3.1.2. PARÂMETROS

Explicados o fundamento, o conceito e o propósito das cláusulas de ajuste de preço, cumpre delinear um de seus aspectos mais relevantes: as métricas utilizadas para realizar as regulagens no preço contratado.

Considerando que a formação do preço depende de elementos empresariais, (i) identificados e avaliados durante as auditorias competentes, (ii) assegurados, pelo vendedor, no mais das vezes, por meio de cláusulas de *declarações e garantias* – as quais serão delineadas adiante –, e (iii) que se traduzem em um valor refletido no contrato definitivo, é natural que as modificações nesses elementos, verificadas antes da efetiva transferência de titularidade da coisa

<sup>22</sup> BOTREL, Sérgio. *Fusões & Aquisições*. 3ª ed. São Paulo: Saraiva, 2014, p. 262.

<sup>23</sup> HIRSCHLER FLEISCHER ATTORNEYS AT LAW. *Latest ABAM&A Deal Points Study Highlights New Data Points, Impact of Reps and Warranties Insurance*. Disponível em: <[http://www.hf-law.com/images/uploads/2017\\_Deal\\_Points\\_Study\\_Alert.pdf](http://www.hf-law.com/images/uploads/2017_Deal_Points_Study_Alert.pdf)>. Acesso em: 05 ago. 2018.

<sup>24</sup> SRS ACQUIOM. *2018 SRS Acquiom M&A Deal Terms Study*. Disponível em: <<https://www.srsacquiom.com/resources/2018-srs-acquiom-ma-deal-terms-study/>>. Acesso em 10 ago. 2018, p. 21.

adquirida, impactem a precificação. Tais ajustes, aliás, podem ser entendidos como descontos, reduções ou atualizações dos preços de compra<sup>25</sup>.

As regulagens ocorrem em função de variações em elementos empresariais como capital de giro, EBITDA, endividamento, receitas e/ou quaisquer outros componentes escolhidos pelas partes, os quais, via de regra, têm por finalidade medir o desempenho e, por consequência, o valor do ativo na data do efetivo recebimento da participação societária adquirida.

Essa verificação depende da forma prevista no contrato de compra e venda, que costuma atribuir a um balanço, levantado, por exemplo, na data de fechamento, a função de demonstrar as variações das métricas eventualmente definidas para os ajustes no preço da operação<sup>26</sup>.

A propósito, conforme exposto por Donald Depamphilis:

*“With a shareholder equity guarantee, both parties agree to and estimated equity value as of the closing date. Target equity value is often calculated by taking the book value of equity on the balance sheet of the target firm at a given point and the increasing (or decreasing) it by the amount of net profit earned (or lost) between that date and closing. The purchase price is then increased or decreased to reflect any change in the book value of equity. A guarantee of this sort protects the buyer from risks such as any distribution of company profits by the seller after the signing date or unusually large salary payments or severance benefits between the contract signing and closing dates. While attractive to the buyer, the equity guarantee can be unattractive to the seller because of the difficulty in forecasting revenue during the period between signing and closing at the signing date. Consequently, sellers often will demand a higher purchase price to compensate them for this increase in risk. Both parties may more easily reach an agreement with a working capital guarantee, which ensures against fluctuations in the company’s current operating assets. It is critical, though, to define clearly what constitutes working capital and equity in the*

<sup>25</sup> POTENZA, Guilherme Peres. *Fusões & aquisições. O instrumento de aquisição de empresas do setor sucroalcooleiro: uma visão do comprador estrangeiro*. 188 f. Monografia (LL.M. em Direito Societário) Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, São Paulo, 2012, p. 102

<sup>26</sup> *“Balance sheet adjustments are used most often in purchases of assets when there is a lengthy time between the agreement on price and the actual closing date. This may result from the need to obtain regulatory or shareholder approvals or from ongoing due diligence. During this period, balance sheet items may change significantly – particularly those related to working capital – so the purchase price is adjusted up or down. Balance sheet adjustments can be employed broadly to guarantee the value of the target firm’s shareholder equity or, more narrowly, to guarantee the value of working capital”.* DEPAMPHILIS, Donald M.. *Mergers, acquisitions, and other restructuring activities*. 6<sup>a</sup> ed. San Diego: Academic Press, 2012, p. 422.

*agreement of purchase and sale, since – similar to equity – what constitutes working capital may be ambiguous.*<sup>27</sup>

A fim de implementar as cláusulas de ajuste, é comum que as partes prevejam mecanismos de retenção de parcelas do preço, inclusive depositadas em *escrow accounts*<sup>28</sup>, as quais somente são liberadas – seja ao comprador, seja ao vendedor – após a definição do preço final, devidamente ajustado, reconhecido na data de fechamento.

Hipótese com objetivo semelhante, porém, que costuma ser executada apenas após o fechamento – e, por isso, não pode ser encarada, a rigor, como ajuste de preço, mas, pagamento adicional e condicionado –, consiste na contratação de parcelas contingentes, denominadas de *earnout*: isto é, parcelas variáveis do preço de aquisição que somente são pagas ao vendedor se atingidas determinadas metas, geralmente atreladas ao desempenho da companhia alvo, após o fechamento.

O *earnout* decorre das discussões, mantidas entre comprador e vendedor, acerca (i) de quanto vale (ou valerá) o objeto do negócio, e/ou (ii) da participação ou manutenção, do vendedor, na administração da companhia cujas ações foram adquiridas, por um período certo, depois de implementada a operação – nessa última hipótese, quase como um prêmio a ser pago pelo desempenho durante a transição do vendedor para o comprador.

Gabriel Buschinelli, em sua tese de doutorado, afirma que o *earnout* está ligado à ocorrência de fatos posteriores ao fechamento da operação, enquanto o ajuste de preço se relaciona com fatos anteriores<sup>29</sup>. Assim, os eventos que demandam regulagens no preço são aqueles observados entre o *signing* e o *closing*,

<sup>27</sup> DEPAMPHILIS, Donald M.. *Mergers, acquisitions, and other restructuring activities*. 6ª ed. San Diego: Academic Press, 2012, p. 422.

<sup>28</sup> “With escrow accounts, the buyer retains a portion of the purchase price until completion of a post-closing audit of the target’s financial statements. Escrow accounts may also be used to cover and claims that continue beyond a closing. For instance, Google’s share-for-share purchase of YouTube involved a holdback of a portion of the purchase price because of the potential for copyright infringement litigation. When Berkshire Hathaway and Leucadia National agreed to buy Capmark Financial Group’s mortgage servicing business in 2010 for \$490 million, the buyers held back \$40 million to cover potential indemnity claims.” DEPAMPHILIS, Donald M.. *Mergers, acquisitions, and other restructuring activities*. 6ª ed. San Diego: Academic Press, 2012, p. 422.

<sup>29</sup> “A cláusula de earn out diferencia-se da cláusula de revisão de preço. Na primeira, há condição ligada à ocorrência de fatos futuros posteriores ao fechamento da operação (*closing*); na segunda, o ajuste de preço liga-se a fatos anteriores.” BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. *Compra e venda de participações societárias de controle*. Tese de doutorado defendida perante a Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo (orientador: Prof. Eduardo Secchi Munhoz). São Paulo, 2017, p. 179.



e os que servem como gatilho para a exigibilidade do *earnout* se verificam apenas depois do *closing*.

No *earnout*, o vendedor já transferiu a titularidade da participação, entretanto, pode, ainda, fazer jus a benefícios ocorridos posteriormente ao fechamento, sejam aqueles (i) decorrentes de medidas ou projetos que foram iniciados antes da venda, ou, então, (ii) nas hipóteses em que o vendedor permanece na companhia, seja como administrador, seja como partícipe do bloco de controle, resultantes de atuação efetiva do vendedor.

Em artigo sobre a cláusula de *earnout*, Daniel Kalansky e Rafael Sanchez apresentaram importantes considerações, as quais merecem transcrição:

“Parcelas variáveis do preço de compra podem possuir diversas denominações, dentre elas preço de compra variável e preço contingente, mas são amplamente conhecidas como *Earn Out* e funcionam como forma de alocação de riscos para compradores e vendedores, uma vez que são pagas após a confirmação de premissas que levaram à avaliação da sociedade alvo ou que eram consideradas fundamentais para a realização do negócio. Cláusulas de *Earn Out* são utilizadas em operações de aquisição de participações societárias nas quais as partes têm opiniões diversas sobre o valor real da sociedade e sua *performance* futura, estabelecendo-se, assim, que uma parcela do preço de aquisição será paga ao vendedor com base no desempenho da sociedade durante determinado período após o fechamento da operação.”<sup>30</sup>

Percebe-se, assim, que as cláusulas de ajuste de preço são fundadas em variáveis e dependem da execução de procedimentos mais sofisticados, com potencial para ensejar discussões. Desse modo, apesar de reduzirem os custos de transação no início, facilitando a celebração dos contratos, em virtude do deslocamento para momento futuro a fixação do preço final, elas denotam uma flexibilidade nem sempre precisa.

Considerando essas dificuldades, as partes, a fim de diminuir o grau de incerteza quanto à definição do valor final da operação, podem optar por uma outra maneira de formatar o preço de aquisição de participação societária.

Afinal, como dito, as cláusulas de ajuste de preço são potencialmente litigiosas: é inevitável que possa haver discordância sobre os valores resultantes das

<sup>30</sup> KALANSKY, Daniel; SANCHEZ, Rafael Biondi; BOTREL, Sérgio; BARBOSA, Henrique. *Finanças corporativas: Earn out nas operações de fusões e aquisições (M&A)*. 1ª ed. São Paulo: Atlas, 2016, pp. 153-154.

aplicações das cláusulas de ajuste. Isso tende a levar, portanto, ao surgimento de disputas.

O mecanismo do *locked box* surge, então, como alternativa ao normalmente complexo procedimento de ajuste futuro.

### 3.2. O MECANISMO DO *LOCKED BOX*

Em linhas gerais, referido mecanismo funciona da seguinte maneira: as partes elegem uma data (a data do *locked box*), na qual será levantado o balanço patrimonial da sociedade-alvo (balanço do *locked box*), que servirá como parâmetro para a fixação do preço de aquisição.

O balanço e todas as outras informações eventualmente necessárias para a precificação serão avaliados na data do *locked box*, por auditoria competente, e, mediante utilização do método de avaliação escolhido, definir-se-á o preço de aquisição. Esse preço será imutável: o montante fixado no contrato de compra e venda, então, não sofrerá qualquer ajuste após o *signing*.

Em razão dessa inflexibilidade – escolhida e aceita pelas partes – do preço de aquisição, o comprador deverá receber garantias contra quaisquer “vazamentos” (tradução livre do termo em inglês *leakage*): atos praticados ou autorizados pelo vendedor que podem ocasionar diminuições indevidas do valor da participação societária adquirida. Essas hipóteses precisam estar bem definidas no contrato de compra e venda e costumam consistir em proibições a distribuições de dividendos e a alienações de ativos antes da data de fechamento, por exemplo<sup>31</sup>.

É salutar que o próprio contrato ofereça soluções a esses vazamentos. Por isso a relevância das garantias prestadas pelo vendedor em favor do comprador, a fim de reembolsá-lo de eventuais diminuições de valor indevidas; as quais, reitere-se, devem estar exaustivamente previstas no contrato.

Aqui, percebe-se uma diferença: não ocorre ajuste de preço, mas, indenização ao comprador, em hipóteses muito específicas. Aliás, a previsão das garantias contra os vazamentos, servem, na verdade, muito mais como mecanismo inibitório (para o vendedor), do que um elemento de equalização financeira.

31

TSAO, Adam. Pricing Mechanisms in mergers and acquisitions: thinking inside the box. *U. of Pennsylvania Journal of business law*, Pennsylvania, v. 184, jan./dez. 2016. Disponível em: <<https://scholarship.law.upenn.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1525&context=jbl>>. Acesso em: 20 ago. 2018, p. 1237

As cláusulas de ajuste de preço preveem que, no fechamento, elementos relevantes para a formação do preço sejam revisitados, a fim de que o valor final reflita os parâmetros eleitos pelas partes para a conclusão da operação. O ajuste de preço, portanto, representaria proteção quanto às declarações prestadas e sua confirmação e/ou às oscilações decorrentes do desempenho e das circunstâncias de mercado que afetam a sociedade, em razão do intervalo, nas operações com fechamento diferido, entre a assinatura do contrato (e fixação das bases do negócio) e a sua efetiva implementação (com a transferência da titularidade da participação adquirida).

Já a garantia contra vazamentos, no *locked box*, nada tem a ver com o preço, nem com os elementos empresariais que o formam, mas, sim, com a boa-fé do vendedor. Algo semelhante à lógica da indenização pela prestação de declarações inverídicas.

As vantagens mais evidentes da utilização do *locked box* dizem respeito à simplificação do contrato a ser celebrado pelas partes e ao incremento do grau de certeza quanto à dimensão do preço<sup>32</sup>.

Tendo em vista que a ideia fundamental desse mecanismo é definir um valor que não será ajustado, as partes (i) economizam tempo no fechamento, por não necessitarem seguir procedimentos sofisticados, previstos em cláusulas complexas e detalhadas sobre ajuste de preço e (ii) diminuem as chances de surgimento de discussões (judiciais ou arbitrais), após o fechamento, no que toca ao montante que o comprador deverá pagar ao vendedor.

Portanto, sob a ótica de alocação de riscos, observa-se que o comprador assume a álea quanto à ocorrência de eventos que possam afetar negativamente o valor da sociedade alvo da aquisição, e o vendedor, de certa forma, assume o risco de o negócio passar a valer mais na data de fechamento.

Essas considerações permitem concluir que a utilização do mecanismo do *locked box* demanda não só uma auditoria abrangente e, na medida do possível, precisa – recomendável em qualquer operação, aliás –, mas, principalmente, a prestação de garantias suficientes, pelo vendedor, quanto a eventuais falhas ou defeitos no balanço analisado – com base no qual o preço foi definido –, a

<sup>32</sup> “Clearly, the locked box mechanism is advantageous for the seller in this regard, since it eliminates the uncertainty regarding the size of the actual purchase price. From a buyer’s perspective, knowing the amount that it will actually pay at completion may also be advantageous.” INTERNATIONAL LAW OFFICE. **Controlling purchase prices: the locked box mechanism**. Disponível em: <<https://www.internationallawoffice.com/Newsletters/Corporate-FinanceMA/Sweden/Delphi/Controlling-purchase-prices-the-locked-box-mechanism#>>. Acesso em: 15 ago. 2018.

fim de (i) assegurar que os negócios sejam conduzidos de maneira correta até o fechamento, bem como (ii) proteger o comprador de vazamentos ocorridos antes do *closing*<sup>33</sup>.

Assim, se, de um lado, o *locked box* confere maior certeza às partes contratantes, e tende a simplificar o processo de contratação, de outro, aumenta o risco das partes, sobretudo do comprador, tornando quase que indispensável a prestação de garantias mais completas ou relevantes pelo vendedor, o que pode tornar a negociação mais complexa<sup>34</sup>.

Concluindo, se não for caso de má-fé do vendedor (que gera direito indenizatório) ou situação material adversa (gatilho para cláusula *mac*), e a companhia tiver, por circunstâncias outras, perdido valor, então, o comprador terá pago mais caro pela participação societária adquirida, haja vista a impossibilidade de ajustamento do preço, em virtude da adoção do *locked box*.

### 3.3. A EXPERIÊNCIA PRÁTICA

Para demonstrar exemplo da implementação, na prática, de cláusulas de ajuste de preço e de *locked box* em uma operação de M&A, exporemos adiante algumas considerações sobre contrato real de aquisição, por investidor estrangeiro, da totalidade das ações de emissão de uma companhia familiar (doravante denominada “Empresa X”), detidas por pessoas físicas, em que as partes pactuaram mecanismo híbrido de formatação do valor da venda das participações societárias; isto é, aliando técnicas de ajuste de preço e de *locked box*, em um mesmo instrumento.

No contrato de compra das ações de emissão da Empresa X, o preço de aquisição foi fixado em determinado montante de reais, assumindo-se que ele

33 “While sufficient warranties, in combination with thorough financial due diligence, will protect the buyer from actual flaws in the locked box balance sheet, the buyer must also make sure that the company conducts its business in its ordinary course between the locked box balance sheet date and the completion date to prevent leakage of value from the company.” INTERNATIONAL LAW OFFICE. **Controlling purchase prices: the locked box mechanism**. Disponível em: <<https://www.internationallawoffice.com/Newsletters/Corporate-FinanceMA/Sweden/Delphi/Controlling-purchase-prices-the-locked-box-mechanism#>>. Acesso em: 15 ago. 2018.

34 “Given the enhanced risk profile for the buyer, more extensive warranties may also be sought in respect of the period from the locked box date to completion, perhaps covering the level of net assets, levels of working capital and/or debt, consistency of debt collection and payment of suppliers, and on any areas of concern that would otherwise have been addressed through completion accounts (such as bad debts or stock valuation). Sellers tend to resist these warranties as being dilutive of the fixed price concept behind a locked box, so a buyer will find it harder to secure this protection in a competitive situation.” DLA PIPER. **Locked box: Price protection, not price adjustment**. Disponível em: <<https://www.dlapiper.com/en/newzealand/insights/publications/2017/07/locked-box/>>. Acesso em: 15 ago. 2018.

não sofreria qualquer ajuste em função dos elementos puramente empresariais, relacionados ao desempenho da sociedade-alvo. Logo, mudanças quanto à percepção do mercado sobre o ativo vendido, oscilações cambiais e de demanda, por exemplo, ocorridas entre a assinatura e o fechamento, não impactariam o preço. Verifica-se, assim, que as partes se utilizaram da lógica do *locked box* para “travar” o valor da operação, no que toca, especificamente, aos componentes empresariais dessa precificação.

Contudo, em virtude da necessidade de confirmação de determinadas declarações prestadas pelo vendedor ao comprador, negociou-se também uma cláusula que previa a possibilidade de ajustes no preço da operação, por força de eventuais discrepâncias, constatadas no fechamento, nos valores do (i) capital de giro e (ii) endividamento líquido da Empresa X, os quais haviam sido declarados no contrato de compra e venda. Assim, o comprador reteve parcelas do preço de aquisição, as quais somente seriam liberadas ao vendedor se, na data de fechamento, os montantes de (i) capital de giro e (ii) endividamento líquido correspondessem àqueles lançados nas declarações e garantias da parte alienante.

A previsão de ajuste de preço decorreu não da álea quanto às variações empresariais, eventualmente ocorridas entre o *signing* e o *closing*. Resultou, na verdade, da necessidade de confirmação, pelo comprador, da autenticidade de 2 (duas) declarações prestadas pelo vendedor acerca de informações imprescindíveis à definição do preço.

Logo, se a Empresa X passasse a valer mais, antes do fechamento da operação, do que o ofertado pelo comprador, em razão de variações cambiais ou crescimento do seu mercado de atuação, por exemplo, o preço – que foi “travado” pelo mecanismo do *locked box* – não seria alterado.

Por outro lado, caso o comprador constatasse, no fechamento, que os montantes declarados, pelo vendedor, de capital de giro e endividamento líquido da Empresa X não eram exatos, então, o preço seria modificado na mesma proporção das discrepâncias identificadas na auditoria final.

Não se trata, portanto, de mecanismo indenizatório – como tipicamente previsto nas cláusulas de *locked box*, para recompor vazamentos – mas, sim, de efetivo ajuste no preço, haja vista sua vinculação à checagem de 2 (dois) componentes do próprio preço (capital de giro e endividamento líquido), cujas somas foram atestadas pelo vendedor no contrato e careciam de confirmação no *closing*, de modo que a liberação dos valores retidos somente ocorreriam após

essa verificação, conduzida pelo comprador. Não haveria que se falar, então, de prejuízo a ser indenizado, e sim de pura regulação de preço.

Acerca do contrato analisado, cumpre delinear os seus principais aspectos, a fim de expor alguns de seus detalhes mais técnicos e possibilitar a compreensão da sua execução.

Com base na (imprópria) cláusula de declarações e garantias firmadas, consignou-se o valor do capital de giro da Empresa X, considerado para a formação do preço, e definiu-se que se na data de fechamento fosse verificada uma diferença entre o capital de giro consignado no contrato e aquele apurado na data de fechamento (ou seja, entre o *signing* e o *closing*), essa diferença seria deduzida do ou acrescida ao preço de aquisição, caso o capital de giro houvesse diminuído ou aumentado, respectivamente.

Por outro lado, se a auditoria competente encontrasse, na data de fechamento, valor da dívida líquida da Empresa X superior àquele identificado na data de assinatura do contrato, então, o preço de aquisição seria reduzido no mesmo montante dessa diferença; da mesma forma que esse preço seria aumentado, caso a dívida líquida, no fechamento, correspondesse a um valor menor que o consignado no *signing*.

O procedimento para a implementação do ajuste de preço foi definido da seguinte forma: o comprador apuraria as informações e, a partir delas, elaboraria as demonstrações financeiras da Empresa X, contendo os cálculos do capital de giro e da dívida líquida.

Na sequência, submeteria essas demonstrações aos vendedores, as quais seriam consideradas conclusivas e vinculantes, exceto se os vendedores, dentro de um prazo especificado, discordassem dos valores apresentados pelo comprador.

Se as partes não solucionassem suas controvérsias, proceder-se-ia à contratação de uma auditoria externa, que analisaria os documentos produzidos por ambas as partes e, com base neles, emitiria um parecer conclusivo e vinculante (exceto em casos de fraude, conflito de interesses, influência indevida e erro manifesto), a fim de resolver a discordância.

Somente após a determinação final do ajuste do preço é que, então, as parcelas retidas pelo comprador seriam liberadas ao vendedor ou não, a depender do resultado da auditoria acerca da verificação dos valores de capital de giro e dívida líquida.

### 3.4. DE NOVO, O *LOCKED BOX*

Realizadas comparações entre as possíveis modalidades contratuais de formatação do preço, com ou sem ajuste, cumpre apresentar mais algumas considerações sobre o *locked box*.

Entender se esse mecanismo é adequado para determinada operação dependerá da observância de diversos fatores, dentre os quais, naturalmente, a vontade das partes. Como em qualquer outro modelo, há vantagens e desvantagens; pontos de força e de fragilidade.

Dada a inflexibilidade do *locked box*, insuscetível às variações sofridas pelo ativo vendido após o *signing*, é mandatório que ele tenha sido decidido com base em informações verídicas e precisas. Assim, qualquer prejuízo observado, por exemplo, pelo comprador, em função da falsidade ou imprecisão das declarações prestadas ou dos documentos fornecidos pelo vendedor, deve ser compensado pelas cláusulas de garantias contratuais, com fundamento indenizatório.

Outra forma não seria recomendável, haja vista que, do contrário, permitiria o surgimento de cenário de completa insegurança para os compradores, que não teriam qualquer guarida em relação a eventuais atos de má-fé de vendedores.

É natural que cada contrato reflita uma história, podendo-se observar pactos com preço invariável, mas, sem qualquer mecanismo indenizatório para a proteção do comprador.

Considerada a primazia da autonomia – e partindo do pressuposto de que o negócio jurídico em questão não se encontra eivado por qualquer vício que acarrete a sua invalidade –, se as partes contraentes desejaram firmar o pacto naqueles termos, sem a previsão de qualquer cláusula de garantia ou indenização, não se vislumbra defeito.

Ainda assim, o próprio sistema oferece remédios para as hipóteses em que uma das partes – no caso do exemplo dado, o vendedor – aja sem observar a boa-fé exigida para a conclusão de instrumentos contratuais.

Como dispõe o art. 927 do Código Civil<sup>35</sup>, aquele que causar dano a outrem deve repará-lo. Esse é o fundamento da responsabilidade civil, prevista no ordenamento jurídico brasileiro.

35

Lei nº 10.406/02. Art. 927. Aquele que, por ato ilícito (arts. 186 e 187), causar dano a outrem, fica obrigado a repará-lo.

Logo, caso se verifique que qualquer declaração prestada ou informação fornecida pelo vendedor é falsa ou imprecisa, e, portanto, comprometeu o preço definido pelas partes – já que o processo de avaliação se fundamentou naquela declaração ou informação defeituosa –, o comprador, então, terá sofrido um prejuízo, causado pelo vendedor. Nessa hipótese, aplica-se o disposto no art. 927 do Código Civil, a fim de que o vendedor, causador do dano, repare o agravo percebido pelo comprador.

Contudo, independentemente do exposto, a cláusula de garantia ou indenizatória é de execução mais célere, servindo de maneira mais eficiente ao propósito reparatório do que a utilização da norma comentada acima – a qual depende, como se sabe, de interpelação judicial, o que leva mais tempo.

Todas essas considerações traduzem a relevância da cláusula de declarações e garantias prestadas pelas partes em operações de M&A, não só para aquelas que são contratadas com base no mecanismo do *locked box*, mas, também, para as firmadas com previsão de ajustes de preço. Revelam-se, pois, componentes essenciais para a formação do preço, em qualquer hipótese, conforme já visto.

#### 4. GARANTIAS EM OPERAÇÕES DE M&A

Como destacou Gabriel Buschinelli, as cláusulas de ajuste de preço e as de garantias podem ter finalidades muito semelhantes, mas, possuem impactos diferentes<sup>36</sup>.

Ajuste de preço, implementado em função de oscilações empresariais verificadas antes do fechamento, por exemplo, importa em diminuição do valor a ser pago pelo comprador e, por consequência, o ingresso de receita menor para o vendedor. Já a garantia reflete situação coercitiva, como estímulo ao cumprimento de obrigação, ou indenizatória, ativada em decorrência de inadimplemento, de modo que, com base nela, ocorra desembolso em favor de uma das partes, a título de reposição de algum prejuízo percebido.

##### 4.1. DECLARAÇÕES E GARANTIAS (*REPRESENTATIONS AND WARRANTIES*) X GARANTIAS: CONFUSÃO SEMÂNTICA

As garantias detêm o objetivo precípua de proteger as partes de contingências ou descumprimentos de obrigações acertadas em contrato, e não se

36 BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. *Compra e venda de participações societárias de controle*. Tese de doutorado defendida perante a Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo (orientador: Prof. Eduardo Secchi Munhoz). São Paulo, 2017, p. 174.



relacionam com a dimensão do preço, portanto. Podem, contudo, com o preço se vincular, mas, no que se refere ao seu pagamento, enquanto obrigação objeto de acautelamento por uma garantia contratual.

Por outro lado, a chamada cláusula de declarações e garantias, apesar da denominação, não tem por finalidade equivaler a uma garantia exequível contra a parte infratora. Serve como pressuposto para a formação do preço.

Nas negociações de contratos de M&A, existe importante assimetria informacional entre vendedor e comprador, que deve ser suavizada, pelo menos, senão, erradicada, a fim de permitir que as partes consigam negociar, sobre bases equitativas, o preço adequado à operação pretendida.

O modelo de declarações e garantias ostenta função importante nesse sentido. Por meio dele, objetiva-se impor ao vendedor a obrigatoriedade de fornecer ao comprador o maior número possível de informações e documentos, no âmbito da auditoria conduzida em favor do comprador, como forma de tentar resolver a comentada assimetria informacional. O raciocínio é simples: se, em uma negociação, uma parte tem muito mais informação do que a outra, as chances de o negócio ser desequilibrado, favorecendo, de maneira exagerada, uma das partes, aumentam consideravelmente.

Por mais que possa parecer (para alguns) tentadora essa proposta, a instauração de um ambiente hostil e com baixo nível de informação distribuída, tende a gerar efeito indesejado para todos: a diminuição da credibilidade do mercado e seus agentes, bem como a própria desvalorização dos ativos negociados, conforme constatado no clássico estudo de George Akerlof, intitulado "*The Market for 'lemons': quality uncertainty and the market mechanism*", acerca da assimetria informacional e suas consequências problemáticas<sup>37</sup>.

Privilegiar a justiça e a clarividência é providência recomendável e benéfica a todos os partícipes de operações de M&A. Especialmente porque a formação do preço tem fundamento nas informações obtidas pelo comprador, as quais, por sua vez, dependem do vendedor.

E, nesse aspecto, as cláusulas de declarações e garantias possuem considerável relevância, pois é com base nelas que as partes delimitam os componentes

37

AKERLOF, George. *The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism*. *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, nº 3. (Aug., 1970), pp. 488-500. Disponível em: <[https://www.sas.upenn.edu/~hfang/teaching/socialinsurance/readings/fudan\\_hsbcb/Akerlof70\(2.1\).pdf](https://www.sas.upenn.edu/~hfang/teaching/socialinsurance/readings/fudan_hsbcb/Akerlof70(2.1).pdf)>. Acesso em 15 ago. 2018.

da precificação<sup>38</sup>: detalhamento do patrimônio, apresentação das demonstrações financeiras, (in)existência de contingências que possam afetar o negócio (como dívidas e demandas de terceiros), titularidade da coisa e capacidade para negociá-la, entre outros. Tais cláusulas, portanto, servem para dar segurança às partes quanto à confiabilidade das informações analisadas para a celebração da operação.

As considerações acima revelam também a importância da auditoria nas operações de M&A, devendo a *due diligence* ser entendida como meio de identificação de riscos, essencial à precificação, cujo propósito é verificar a realidade da coisa negociada. As declarações e garantias, assim, traduzem o resultado da *due diligence*, de certa forma, de modo que precisam ser completas, precisas e verídicas, sob pena de invalidar a auditoria realizada e, portanto, comprometer a formação do preço<sup>39</sup>.

Entretanto, a simples prestação de uma declaração, a princípio, como ocorre nas cláusulas de declarações e garantias comumente inseridas em contratos de compra e venda de participação societária, não implica efetiva garantia do cumprimento de obrigação.

É verdade que o fornecimento de uma informação falsa, por meio de declaração inverídica do vendedor que cause danos ao comprador, gera dever reparatório, nos termos do art. 927 do Código Civil.

O fundamento da reparação está na boa-fé: elemento que deve ser guardado pelas partes em qualquer contrato, independentemente da sua natureza.

38 “Uma vez entendidos os interesses e objetivos envolvidos no mecanismo de declarações e garantias, podemos concluir que as mesmas não só servem como meio para delinear as obrigações e contingências a serem assumidas pelo sucessor, como também dão ferramentas e subsídios ao comprador para renegociar com o vendedor o preço atribuído ao negócio almejado, de forma a ajustá-lo de acordo com as informações reveladas na cláusula de declarações e garantias.” ABLA, Maristela Sabbag. *Sucessão empresarial – declarações e garantias – o papel da legal due diligence*. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; ARAGÃO, Leandro Santos de. *Reorganização societária*. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 111.

39 Considerando que, em operações negociadas entre pessoas jurídicas, são os administradores das partes que conduzem as tratativas e controlam os fluxos informacionais, não é ignorável a possibilidade de existirem custos de agência nessas operações. Na lição de Jensen e Meckling, custos de agência são aqueles em que os acionistas de uma companhia, por exemplo, incorrem para garantir que os administradores atuem de acordo com os interesses dos próprios acionistas (cf. JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*. Harvard University Press. 2000, *Journal of Financial Economics* (JFE), Vol. 3, nº 4, 1976. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=940437>>. Acesso em 22 jan. 2018. pp. 4-7). Assim, se os administradores de uma das partes possuírem interesse diverso do da pessoa jurídica que administram, e não desejem a concretização do negócio, isso pode ser um complicador para a negociação, dificultando, por exemplo, a realização das auditorias necessárias.

Trata-se de pressuposto essencial a qualquer negócio jurídico, aliás. E o dever de reparar também encontra previsão genérica, aplicável aos contratos de compra e venda de ações: conforme disposto no referido artigo do Código Civil, quem causar dano a outrem deve repará-lo.

Contudo, trata-se de responsabilização com fundamento legal e indenizatório – que depende de interpelação judicial, portanto – e não contratual. Para que exista uma garantia exequível em favor de uma das partes, com base na relação estabelecida contratualmente, é preciso que o próprio contrato preveja a sistemática de garantias.

Tem-se, assim, acepções diferentes do mesmo termo (garantia).

A primeira delas, suscitada no âmbito das declarações e garantias, relaciona-se com as informações fornecidas pelo vendedor, com base nas quais se pôde formar o preço da operação. Nesse sentido, o vendedor declara e garante ao comprador que aquelas informações são completas, precisas e verídicas, na data de assinatura do contrato.

Garantia aqui, portanto, limita-se a uma atestação, a um compromisso. Algo de natureza declaratória, por assim dizer (o que pode levar à interpretação de que o termo é tautológico, pois, nessa utilização, declaração e garantia possuem a mesma finalidade). Não acarreta, de forma automática, disposição patrimonial daquele que prestou a garantia.

Isto é, constatando-se erro ou falsidade daquela declaração/garantia, a recomposição dos danos sofridos pelo comprador não seria viabilizada diretamente pela tal “garantia” – cuja natureza, nessa acepção, é declaratória –, mas, sim, mediante mecanismo indenizatório que tenha por gatilho a verificação de vício na declaração/garantia prestada. Esse mecanismo, aliás, pode estar previsto no contrato ou não.

Ou seja, as cláusulas de declarações e garantias contêm apenas atestações, de modo que não oferecem, na realidade, uma garantia exequível contratualmente pelo comprador, com efeitos de disposição patrimonial do vendedor. Apesar da denominação a elas atribuída, a sua natureza é de declarações representativas ou cláusulas enunciativas, conforme constatado por Evandro Pontes<sup>40</sup>.

Na outra acepção, as garantias se revelam técnicas contratuais utilizadas pelas partes para assegurar o cumprimento de uma obrigação pactuada, e que,

<sup>40</sup> PONTES, Evandro Fernandes de. *Representations & warranties no direito brasileiro*. São Paulo: Almedina, 2014, pp. 15-16.

quando implementadas, funcionam como mecanismos coercitivos, a fim de se obter (i) o cumprimento da obrigação inadimplida ou (ii) a reposição dos prejuízos arcados em função do descumprimento.

É possível, por conseguinte, que uma garantia, nessa acepção, esteja vinculada à cláusula de declarações e garantias, assegurando o compromisso da parte declarante acerca da veracidade, da precisão e da completude das afirmações prestadas no contrato.

Essa hipótese deixa mais clara a distinção comentada anteriormente: as cláusulas de declarações e garantias não garantem, mas, representam uma obrigação da parte que as prestou, e podem, nesse sentido, ser objeto de uma garantia, oferecida para (i) assegurar o cumprimento de referida obrigação ou (ii) reparar os eventuais prejuízos decorrentes da violação daquela<sup>41</sup>.

Ao tratar das dificuldades relacionadas à elaboração de cláusulas de declarações e garantias, dado o esforço semântico empregado pelas partes para chegarem a textos satisfatórios a todos os envolvidos no contrato, Sérgio Botrel registra a importância de previsão dos efeitos da quebra de uma declaração, como por erro, dolo ou fraude do declarante (*misrepresentation*)<sup>42</sup>. Reconhece, assim, a insuficiência de uma mera declaração para que as partes possam obter cumprimento ou reparação por meio do próprio contrato, enquanto título executivo.

Na hipótese de *misrepresentation*, o pressuposto básico para a negociação, realizada com alicerce nas declarações e garantias prestadas pelo vendedor, resta fragilizado, comprometido. O impacto disso no negócio é evidente, sendo válido prever o pagamento de indenização ao comprador, a fim de recompor o dano por ele sofrido.

As garantias, no sentido que propusemos agora, representam medidas acautelatórias cuja finalidade é reforçar o direito do credor para tornar mais

<sup>41</sup> "[...] base para fixação de significativa indenização na hipótese de quaisquer destas declarações e garantias virem a ser declaradas inverídicas e omissas após o comprador tomar controle do negócio com o fechamento da operação. Inclusive, a fixação de uma vultosa indenização serve ainda como meio para assegurar a exatidão e a veracidade das informações reveladas pelo vendedor com relação à situação do negócio objeto do contrato." ABLA, Maristela Sabbag. Sucessão empresarial - declarações e garantias - o papel da legal due diligence. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; ARAGÃO, Leandro Santos de. *Reorganização societária*. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 110.

<sup>42</sup> "Independentemente de se estabelecer um caráter meramente informativo ou sólido e concreto das declarações e garantias, o que se mostra mais importante, por conferir às partes segurança jurídica, é estabelecer contratualmente os efeitos da quebra de uma declaração." BOTREL, Sérgio. *Fusões & Aquisições*. 3ª ed. São Paulo: Saraiva, 2014, p. 276.

fácil o pagamento do crédito, influenciando, assim, sobre o vendedor, a fim de que esse cumpra a sua obrigação<sup>43</sup>. Como escreveu Orlando Gomes:

“Embora o *patrimônio* do devedor responda por suas dívidas, é prudente, em muitos casos, não confiar apenas nessa *garantia genérica*. [...]. Com o duplo objetivo de facilitar o crédito e permitir ao credor que se acautele contra o risco do inadimplemento, e, até mesmo, os vexames da execução coativa, a lei põe à disposição do credor várias medidas de que se pode valer para ter uma *garantia específica*.”<sup>44</sup>

#### 4.2. AS GARANTIAS, DE FATO

A liberdade contratual permite às partes a estipulação de diversos modelos de garantias, prestadas, a depender do caso, (i) seja pelo comprador em favor do vendedor, como forma de assegurar o pagamento do preço, (ii) seja pelo vendedor em benefício do comprador, a fim de garantir o adimplemento de obrigações pactuadas no contrato de compra e venda de participação societária, em especial as atinentes ao dever de indenizar.

Inúmeras são as possibilidades em operações de M&A. Depósitos em *escrow accounts*, retenção de parcelas do preço de aquisição, constituição de garantias reais (como penhor e hipoteca) e/ou fidejussórias (a exemplo da fiança e do aval) e entrega de notas promissórias ou outros títulos de crédito representam exemplos que, conforme já exposto, podem ser utilizados tanto pelo comprador, quanto pelo devedor, com vistas a assegurar o cumprimento das obrigações assumidas em operação de M&A.

A *escrow account* consiste em uma conta vinculada de depósito, com movimentação restrita, para qual uma das partes – geralmente o comprador – transfere uma quantidade de dinheiro, que somente será liberada – ao comprador ou ao vendedor, dependendo da finalidade do depósito na *escrow* – após a verificação de certas situações definidas pelas partes, dentre as quais o prazo.

De um lado, o vendedor se protege do risco de não pagamento pelo comprador, haja vista a existência de um montante depositado em conta bancária de movimentação restrita, e, portanto, garantido, enquanto, de outro lado, o comprador obtém proteção quanto a eventuais contingências que possam surgir após a assinatura do contrato de compra e venda e demandar algum pagamento,

43 GOMES, Orlando. *Obrigações*. 18ª ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 2016. p. 233.

44 GOMES, Orlando. *Obrigações*. 18ª ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 2016. p. 235.

de modo que, ao invés desembolsar quantias adicionais, bastaria deduzir dos valores colocados na *escrow* o suficiente para a quitação da contingência<sup>45</sup>.

Com finalidade semelhante, a tática de retenção de preço permite ao comprador reter parcelas do valor a ser pago ao vendedor, pela aquisição da participação societária, para satisfazer eventuais passivos não materializados ou não informados na auditoria<sup>46</sup>. A sua diferença para a *escrow account* é a desnecessidade de depósito prévio em conta bancária de movimentação restrita: em uma situação de pagamento a prazo, a cláusula de retenção de preço possibilitaria ao comprador não pagar determinada quantia de parcelas vencidas, em montante suficiente à quitação das contingências que se tornaram dívidas exigíveis, onerando o ativo adquirido. O controle do fluxo financeiro permanece com o comprador, ao invés do que ocorre na *escrow account*, na qual a instituição financeira mantenedora da conta bancária é quem administra e conduz as liberações de valores.

Já nas garantias reais, previstas a partir do art. 1.419 do Código Civil e seguintes, o devedor – da obrigação, podendo ser comprador ou devedor – sujeita bem móvel ou imóvel de sua propriedade à satisfação da dívida. Conforme dispõe referido artigo, “o bem dado em garantia fica sujeito, por vínculo real, ao cumprimento da obrigação”. São modalidades de garantia real o penhor, a hipoteca e anticrese. Quanto às dívidas acauteladas por penhor e hipoteca, na hipótese de inadimplemento da obrigação, o credor poderá executar judicialmente o bem ofertado em garantia, preferindo a outros credores, no pagamento (art. 1.422 do Código Civil). Já naquelas garantidas por anticrese, o credor terá o direito de reter o bem em seu poder, enquanto não satisfeita a dívida.

Importa lembrar que, em qualquer uma das modalidades descritas acima, é proibido ao credor (pignoratício, hipotecário ou anticrético) ficar com o objeto da garantia – isto é, assumir a sua propriedade – se a dívida não for adimplida, nos termos do art. 1.428 do Código Civil. Trata-se da vedação legal ao pacto comissório.

45 BOTREL, Sérgio. *Fusões & Aquisições*. 3ª ed. São Paulo: Saraiva, 2014, p. 290.

46 “Caso o contrato contenha um bom conjunto de declarações e garantias, aliado à responsabilidade do vendedor por aquilo que não estiver em ordem e combinado com uma estrutura prevendo uma retenção de preço (*holdback*), o comprador terá a segurança de poder confiar nas declarações que lhe estiverem sendo prestadas e a garantia de que, em eventual disputa, estará litigando com o dinheiro em mãos, afastando o risco de vender uma disputa judicial e não conseguir receber por falta de recursos ou bens em nome do devedor.” HALEMBECK, Luiz Fernando Amaral; ROVAL, Armando Luiz; NETO, Alberto Murray. *As sociedades por ações na visão prática do advogado: Compra e venda de sociedades fechadas*. 1ª ed. São Paulo: Campus Jurídico, 2010, p. 159.

As garantias fidejussórias, por sua vez, são as também chamadas de pessoais, como a fiança e o aval. Por meio de tais garantias, um terceiro garante ao credor o cumprimento da obrigação do devedor, em caso de inadimplemento. A fiança é constituída por meio de contrato próprio, em que o fiador assume a responsabilidade pelo pagamento de obrigação, se o devedor não quitá-la (art. 818 do Código Civil), enquanto o aval depende da existência de um título de crédito, que materializa a dívida, no qual o avalista se compromete a pagar determinada soma, coobrigando-se com o devedor original (art. 897 do Código Civil).

A nota promissória é um exemplo de título de crédito que pode ser utilizado em operações de M&A para assegurar o cumprimento de uma obrigação, e que costuma ser emitida pelo comprador em favor do devedor, acautelando o pagamento do preço. Dada a sua natureza, aliás, pode ser objeto de aval, inclusive, conforme exposto anteriormente. Nesse caso, ter-se-ia, no mesmo objeto, duas formas de garantia: a entrega de um título de crédito, emitido pelo comprador em favor do devedor, que materializa, em título executivo extrajudicial, parcela vincenda da dívida, e a assunção, por terceiro, mediante o aval, da coobrigação de quitar a nota promissória emitida.

### 4.3. RELEVÂNCIA DAS GARANTIAS NAS OPERAÇÕES DE M&A

Percebe-se que as garantias funcionam como mecanismos contratuais que podem assumir dupla função: de um lado, assegurar o cumprimento de uma obrigação assumida por contratantes, e, de outro, possibilitar a reparação, exigível no âmbito do próprio contrato, pelos prejuízos experimentados em razão do inadimplemento de obrigação contratual.

São, portanto, muito importantes em operações de M&A, em especial no que toca ao preço.

Em contratos com previsão de cláusulas de ajuste, garantias como a de retenção de preço permitem ao comprador permanecer com o controle do dinheiro, de modo que as parcelas retidas somente são liberadas ao vendedor se o preço da aquisição não for impactado negativamente.

Já nos pactos firmados com base no *locked box*, é possível que o vendedor tenha de prestar alguma garantia real ou fidejussória em favor do comprador, a fim de assegurar eventual indenização a este, por força de vazamentos praticados antes do fechamento, por exemplo.

## 5. BREVES CONCLUSÕES

O alto grau de complexidade atrelado às operações de M&A, em todas as suas fases, especialmente a de elaboração e celebração do contrato de compra e venda de participação societária, é uma realidade inquestionável.

Como se tentou expor neste trabalho, existem inúmeros pontos de conflito entre as partes, que demandam preocupações de caráter negocial, as quais precisam ser traduzidas em linguagem técnica, na medida certa para alcançar o consenso e, assim, resultar em um documento vinculante, no qual os principais entendimentos e vontades estarão refletidos.

Firmar um contrato oneroso será, quase sempre, tarefa árdua, em especial em negociações mais complexas, como as de operações de M&A.

E o elemento preço, como visto, é de importância ímpar.

Afinal, praticamente todas as discussões se relacionam com o preço, seja via direta, seja via indireta. As formas de contratação do preço e das cláusulas conexas são fonte de diversas discussões para as partes e seus assessores.

Por esse motivo, mais ainda, é que os contratos precisam ser harmônicos. A estruturação do preço não decorre, simplesmente, do resultado obtido através de um método determinado de avaliação do ativo a ser adquirido. Quase tudo o que as partes regulam, em contrato, interfere no preço: tanto antes, quanto depois. Desde as cláusulas de declarações e garantias, até os efetivos mecanismos de garantia; os ajustes contratuais, inevitavelmente, tendem a conversar com aquele que é o elemento central de um pacto de aquisição de participação societária: o preço.

Trata-se, ao fim, de um sofisticado emaranhado de obrigações que se relacionam com vistas ao atingimento de um único objetivo: que aquela negociação aconteça e faça sentido para as partes envolvidas.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ABLA, Maristela Sabbag. Sucessão empresarial – declarações e garantias – o papel da *legal due diligence*. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; ARAGÃO, Leandro Santos de. **Reorganização societária**. São Paulo: Quartier Latin, 2005.
- AKERLOF, George. **The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism**. *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, nº 3. (Aug., 1970), pp. 488-500. Disponível em: <[https://www.sas.upenn.edu/~hfang/teaching/socialinsurance/readings/fudan\\_hsbcb/Akerlof70\(2.1\).pdf](https://www.sas.upenn.edu/~hfang/teaching/socialinsurance/readings/fudan_hsbcb/Akerlof70(2.1).pdf)>. Acesso em 15 ago. 2018.



- BOTREL, Sérgio. **Fusões & Aquisições**. 3ª ed. São Paulo: Saraiva, 2014.
- BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. **Compra e venda de participações societárias de controle**. Tese de doutorado defendida perante a Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo (orientador: Prof. Eduardo Secchi Munhoz). São Paulo, 2017.
- CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro De. **Regimes jurídico das reorganizações**. 1ª ed. São Paulo: Saraiva, 2016.
- DAHLMAN, 1979 apud COASE, Ronald Harry. **A firma, o mercado e o direito**. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2016 (Coleção Paulo Bonavides).
- DEPAMPHILIS, Donald M.. **Mergers, acquisitions, and other restructuring activities**. 6ª ed. San Diego: Academic Press, 2012.
- DLA PIPER. **Locked box: Price protection, not price adjustment**. Disponível em: <<https://www.dlapiper.com/en/newzealand/insights/publications/2017/07/locked-box/>>. Acesso em: 15 ago. 2018.
- FILHO, Alfredo Lamy; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **Direito das companhias**. 2ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017.
- GOMES, Orlando. **Obrigações**. 18ª ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 2016.
- HALEMBECK, Luiz Fernando Amaral; ROVAI, Armando Luiz; NETO, Alberto Murray. **As sociedades por ações na visão prática do advogado: Compra e venda de sociedades fechadas**. 1ª ed. São Paulo: Campus Jurídico, 2010.
- HART, Oliver; HOLMSTROM, Bengt. **The theory of contracts**. WORLD CONGRESS OF THE ECONOMETRIC SOCIETY. 1985, Massachusetts. Disponível em: <<https://dspace.mit.edu/bitstream/handle/1721.1/64265/theoryofcontract00hart.pdf%3Bjsessionid%3DD2F89D14123801EBB5A-616B328AB8CFC?sequence%3D1>>. Acesso em: 05 set. 2017.
- HIRSCHLER FLEISCHER ATTORNEYS AT LAW. **Latest ABAM&A Deal Points Study Highlights New Data Points, Impact of Reps and Warranties Insurance**. Disponível em: <[http://www.hf-law.com/images/uploads/2017\\_Deal\\_Points\\_Study\\_Alert.pdf](http://www.hf-law.com/images/uploads/2017_Deal_Points_Study_Alert.pdf)>. Acesso em: 05 ago. 2018.
- INTERNATIONAL LAW OFFICE. **Controlling purchase prices: the locked box mechanism**. Disponível em: <<https://www.internationallawoffice.com/Newsletters/Corporate-FinanceMA/Sweden/Delphi/Controlling-purchase-prices-the-locked-box-mechanism#>>. Acesso em: 15 ago. 2018.
- JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. **Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure**. Harvard University Press. 2000, Journal of Financial Economics (JFE), Vol. 3, nº 4, 1976. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=94043>>. Acesso em 22 jan. 2018.
- KALANSKY, Daniel; SANCHEZ, Rafael Biondi; BOTREL, Sérgio; BARBOSA, Henrique. **Finanças corporativas: Earn out nas operações de fusões e aquisições (M&A)**. 1ª ed. São Paulo: Atlas, 2016.

PONTES, Evandro Fernandes de. **Representations & warranties no direito brasileiro**. São Paulo: Almedina, 2014.

POTENZA, Guilherme Peres. **Fusões & aquisições. O instrumento de aquisição de empresas do setor sucroalcooleiro: uma visão do comprador estrangeiro**. 188 f. Monografia (LL.M. em Direito Societário) Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, São Paulo, 2012.

SRS ACQUIOM. **2018 SRS Acquiom M&A Deal Terms Study**. Disponível em: <<https://www.srsacquiom.com/resources/2018-srs-acquiom-ma-deal-terms-study/>>. Acesso em 10 ago. 2018.

TSAO, Adam. Pricing Mechanisms in mergers and acquisitions: thinking inside the box. **U. of Pennsylvania Journal of business law**, Pennsylvania, v. 184, jan./dez. 2016. Disponível em: <<https://scholarship.law.upenn.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1525&context=jbl>>. Acesso em: 20 ago. 2018.