

As cláusulas de *earn-out* e a mediação

Gustavo Pires Ribeiro

Mestrando em Resoluções Alternativas de Controvérsias Empresariais pela Escola Paulista de Direito – EPD. Advogado.

Resumo: As cláusulas de *earn-out* são frequentemente utilizadas em transações de compra e venda de empresas, possibilitando que o vendedor receba um complemento de preço caso sejam atingidas determinadas metas pactuadas com o comprador. Porém, definir tais metas e apurar o seu cumprimento não é tarefa simples, e são inúmeras as disputas decorrentes da utilização deste mecanismo contratual. Analisaremos como a mediação pode contribuir para a redução do volume de disputas relacionadas às cláusulas de *earn-out*.

Palavras-chave: Mediação. Fusões e aquisições. *Earn-out*.

Sumário: **1** Introdução – **2** A cláusula de *earn-out* – **3** Definição de metas para o pagamento do *earn-out* – **4** Acompanhamento das metas para o pagamento do *earn-out* – **5** Utilização da mediação na solução dos conflitos relacionados ao pagamento do *earn-out* – **6** Conclusão – Referências

1 Introdução

A realização da venda de uma empresa pode representar o ápice da jornada do empreendedor, a recompensa por anos de dedicação, persistência e coragem; afinal, para empreender é preciso muita coragem, especialmente no Brasil que, com a sua burocracia peculiar, instabilidade jurídica e alta carga de tributos exige do empreendedor muita resiliência.

Negociar os termos da venda de uma empresa não é tarefa simples, considerando todos os aspectos financeiros, legais e emocionais envolvidos. A complexidade da operação, usualmente, é proporcional ao tamanho da empresa a ser vendida e a quantidade de sócios envolvidos na transação.

São inúmeros os casos em que a negociação se arrasta por meses, até que se chegue a um denominador comum e a transação seja concretizada. Se empreender é uma jornada, vender a empresa é última etapa da maratona do empreendedorismo.

Nesse contexto, um mecanismo é frequentemente utilizado para viabilizar que as operações de compra e venda de empresas aconteçam: o pagamento de um complemento de preço, denominado na língua inglesa por *earn-out*, que será devido se ocorrerem determinados eventos futuros pactuados entre o comprador e o vendedor.

A pactuação do *earn-out* pode decorrer de motivos diversos, tais como:

- (i) a necessidade de manter o vendedor envolvido na gestão da empresa durante determinado período após a consumação da venda;
- (ii) para que o vendedor auxilie na integração da empresa vendida com a empresa compradora;
- (iii) para evitar que ocorra a perda de número expressivo de clientes em razão da saída do vendedor da empresa; ou
- (iv) viabilizar que o preço pretendido pelo vendedor para realizar a venda seja atingido, ainda que sujeito ao pagamento de parcelas futuras do preço de aquisição.

Ocorre que as metas financeiras estabelecidas para que o *earn-out* seja devido ao vendedor, em regra, estão sujeitas aos impactos de diversas questões que não estão mais sob o controle do vendedor, ou seja, não há garantia alguma de que o pagamento do complemento de preço efetivamente será devido.

Assim como os noivos que fazem juras de amor na expectativa de um dia finalmente consumarem a união definitiva (e supostamente eterna) através do casamento, compradores hábeis recorrentemente seduzem vendedores com cláusulas de *earn-out*, pautados na promessa de uma nova e próspera sociedade entre si, com a diferença de que já está claro entre ambos que se esta união ocorrer, ela será provisória, com prazo de validade previamente estabelecido.

O que geralmente não é dito pelo comprador, ao menos de forma explícita, e é ignorado pelo vendedor, com maior frequência do que se esperaria, é que o comprador deseja ter total autonomia e liberdade para gerir a empresa adquirida da forma que lhe melhor convir, inclusive implantando diversas mudanças e medidas que poderão impactar diretamente no atingimento das metas estabelecidas para o pagamento do *earn-out*. O vendedor, por outro lado, subestima ou simplesmente não se dá conta de que o controle dos rumos da empresa não será mais seu, ainda que lhe seja dito, mesmo que sutilmente, que ele estará no banco do passageiro e não mais no volante.

Ora, a solução para o problema parece ser simples: basta definir metas que estejam condicionadas exclusivamente ao desempenho do vendedor. No entanto, quando se trata de alguém que ocupa um cargo na alta gestão, definir metas que justifiquem o pagamento de um valor relevante, como tende a ser um *earn-out* sedutor, requer considerar o cumprimento de objetivos coletivos e a geração de resultados que justifiquem economicamente a recompensa entregue ao vendedor.

Nesse contexto, o que era para ser a solução de diversos problemas, com bastante frequência acaba se tornando o maior deles. De um lado encontra-se o vendedor, frustrado pois não recebeu o *earn-out* – parcial ou integralmente – a depender da forma como foram estruturadas as condições para o seu pagamento, em razão do não cumprimento de metas que foram impactadas por questões que

estavam fora do seu controle, como o aumento expressivo das despesas operacionais da empresa, por exemplo. Do outro lado está o comprador, amparando-se nas condições pactuadas no contrato de compra e venda e na sua autonomia para implantar o seu plano de negócio como justificativa para todas as medidas tomadas na gestão da empresa que impactaram no não cumprimento das metas estabelecidas para o pagamento do *earn-out*.

É claro que socorrer-se de bons advogados para a elaboração do contrato de compra e venda da empresa, evitando redações dúbias, imprecisas ou incompletas, é medida recomendável para evitar futuras discussões quanto aos termos que foram pactuados entre as partes. Porém, para viabilizar a transação pretendida, não é incomum as partes optarem, deliberadamente, por obrigações não estruturadas com o nível de detalhamento necessário ou simplesmente projetarem contratualmente um horizonte de atingimento de metas mais otimista do que ele realmente tem chance de ser.

O deslinde desta tortuosa e complexa relação acaba sendo o conflito. Nos contratos mais sofisticados de compra e venda de empresa, como é o caso daqueles que preveem cláusula de *earn-out*, muitas vezes envolvendo o potencial pagamento futuro de quantias substanciais ao vendedor, o mais comum é as partes estabelecerem contratualmente que qualquer disputa relacionada à transação será dirimida por arbitragem, a conhecida cláusula compromissória, que pode prever, inclusive, que a instauração da arbitragem somente ocorrerá mediante a prévia tentativa de conciliação em procedimento de mediação (as denominadas cláusulas “med-arb”).

No entanto, assim como as cláusulas de *earn-out* mal estruturadas, as mediações compulsórias têm efetividade muito questionável, por uma razão muito simples: as partes estão sendo forçadas a tentar a composição, atitude que é diametralmente oposta ao princípio fundamental deste mecanismo de resolução de conflitos, que é o genuíno e espontâneo interesse das partes em construir o consenso de forma conjunta, com o apoio de um facilitador (o mediador).

Deste modo, exploraremos neste artigo os fatores mais usuais que originam os conflitos decorrentes das cláusulas de *earn-out* e eventuais medidas para mitigar tais riscos, assim como a mediação pode ser mais bem utilizada na resolução destes conflitos, contribuindo para o desenvolvimento pacífico das atividades empresariais.

2 A cláusula de *earn-out*

A estruturação de uma operação de compra e venda de empresa é um processo complexo, que pode levar meses, até anos para ser executado com sucesso. Podemos dizer que em determinados casos esse processo inicia-se quando

são definidas entre os sócios as regras aplicáveis à compra e venda das ações ou quotas representativas do capital social da empresa investida (para fins didáticos, doravante denominadas por “participação societária”). A depender do perfil do empreendedor, vender a participação societária em determinado momento pode ser o objetivo primordial do investimento em si; em outros casos, a venda pode decorrer de motivos diversos como a falta de sucessão na condução do negócio, dificuldades financeiras da empresa, interesse em obter liquidez para investir em outro segmento ou simplesmente o surgimento de uma proposta financeira irrecusável. Sobre as razões que podem dar origem à transação de compra e venda de uma empresa, comenta Eduardo Luzio:

Uma Transação pode nascer anos antes de sua materialização, quando o futuro Vendedor desenvolve uma percepção sobre sua empresa, o mercado de atuação e/ou sua vida pessoal que o motiva vender o Alvo. A Transação também pode ter sido resultado de uma análise de reposicionamento estratégico de um grupo de empresas, que decide vender uma de suas subsidiárias. [...]

Em geral, a motivação para a Transação pode ter causas explícitas e implícitas. Todavia, vale ressaltar que a motivação implícita pode estar no inconsciente do Vendedor e do Comprador.¹

Conforme vimos acima, os motivos para que transação ocorra podem ser diversos, sendo importante sempre ter em mente que comprador e vendedor possuem interesses opostos em relação ao preço de aquisição da empresa objeto da compra e venda.

Para os fins deste artigo consideraremos a “transação” com sendo a compra e venda de participação societária que represente a totalidade do capital social da empresa investida, sendo essa de titularidade de um único sócio. Limitamos o escopo da transação dessa forma para focarmos naquele que é o principal objeto deste estudo: o pagamento do preço de aquisição e os conflitos decorrentes das cláusulas de *earn-out*.

Em qualquer compra e venda, a estipulação do preço é requisito essencial do negócio pois na sua ausência, juridicamente, estaríamos diante de operação de outra natureza, como o comodato, permuta ou doação, por exemplo.

Quando o objeto da venda é participação societária, podemos analisar o preço sob duas perspectivas: do comprador e do vendedor.

Sob a perspectiva do comprador, o preço é definido levando em conta, dentre outros aspectos, a perspectiva de retorno do investimento a ser realizado

¹ LUZIO, Eduardo. *Fusões e aquisições em ato* – Guia prático: geração e destruição de valor em M&A. São Paulo: Cengage Learning; Rio de Janeiro: Editora Senac, 2014, p. 4.

considerando a capacidade de geração de receitas da empresa, a importância estratégica do ativo, a possibilidade de captura de sinergias, a necessidade de manter o vendedor envolvido na gestão da empresa por determinado período após a venda, os passivos e contingências da empresa e as obrigações de indenizar do vendedor.

Do lado do vendedor, todos os aspectos já mencionados também se aplicam, mas há um critério subjetivo muito relevante que invariavelmente entra na conta: o valor emocional do negócio. Para o vendedor pode haver um componente de formação de preço que não é possível quantificar utilizando-se de alguma metodologia de avaliação de empresas. O valor final da empresa é aquele que lhe traz conforto para se desfazer da empresa que é fruto de anos do seu trabalho e empenho.

Sobre esse aspecto emocional das negociações, é pertinente recorrermos aos ensinamentos de Daniel Shapiro, psicólogo e professor do curso de negociação da prestigiada Universidade de Harvard, nos Estados Unidos da América, que assim comenta:

A negociação é muito mais do que uma articulação racional. Seres humanos não são computadores. Além de ter interesses substantivos, você faz parte da negociação. Suas emoções e as das outras pessoas estão em jogo.²

Embora o aspecto emocional não deva ser ignorado (pelo contrário), a utilização de assessores financeiros e jurídicos nas operações de compra e venda de empresa, em regra, contribuem fortemente para que a discussão do valor da participação societária em negociação seja pautada em critérios objetivos, muito embora exista certo grau subjetividade nos principais métodos de avaliação de empresas. Projetar como será o desempenho futuro de um empreendimento está longe de ser uma ciência exata, considerando-se as inúmeras variáveis que podem impactar a empresa como inflação, recessão econômica, aumento da concorrência, tributação e capacidade de atração e retenção de talentos, apenas para citar alguns.

No entanto, apesar de existirem diversos indicadores que podem trazer objetividade ao processo de avaliação do preço de uma empresa, sob a perspectiva do vendedor, há uma pergunta essencial a ser respondida: quanto seria um valor justo para recompensar todo o investimento de tempo e recursos que foram por ele dispendidos na empresa até então?

A depender da idade do vendedor, a compra e venda em discussão pode ser a primeira e última da sua vida. Em outros casos, a empresa em venda pode

² SHAPIRO, Daniel; FISHER, Roger. *Além da Razão*. A força da emoção na solução de conflitos. Rio de Janeiro: Alta Books. Edição Kindle.

ser uma sociedade fundada pelos ancestrais do vendedor, havendo também um legado familiar que deve ser valorizado. Receber o pagamento de uma quantia realmente expressiva pode significar, inclusive, um poderoso álibi para o vendedor justificar a venda perante os seus familiares.

Outro aspecto muito relevante que deve ser considerado na definição do preço de aquisição, e que impacta tanto o comprador quanto o vendedor, é o prazo de pagamento. Por razões óbvias, é do interesse do vendedor receber o pagamento no menor prazo possível, preferencialmente à vista. No entanto, para que a transação aconteça, pode ser necessário que o vendedor ceda e aceite receber parcela do preço de aquisição a prazo, seja pela incapacidade financeira do comprador de pagar na data do fechamento da transação a totalidade do valor pactuado entre as partes, pela incerteza do comprador quanto ao real valor da empresa e/ou pelo interesse do comprador de utilizar a própria geração de caixa futura da empresa para pagar o vendedor. A esse respeito, trazemos novamente os comentários de Luzio:

Para se proteger do risco de ter superestimado o Preço por causa de informações enviesadas fornecidas pelo Vendedor (seleção adversa), o Comprador pode condicionar o pagamento do Preço a eventos operacionais e comerciais futuros – caso típico do *earn-out*. O comprador pode ‘abusar’ do argumento da necessidade de se proteger contra um Preço superestimado e convencer o Vendedor a financiá-lo. Ou seja, o Comprador pode usar o mecanismo de *earn-out* para pagar o Preço com a geração de caixa do Alvo no prazo de parcelamento, sem compartilhar possíveis ganhos com o Vendedor, caso o Alvo apresente uma performance superior à estimada nas projeções.³

Quando as parcelas futuras do preço de aquisição não têm o seu montante previamente estabelecido e/ou estejam sujeitas a ocorrência de eventos incertos a serem verificados posteriormente ao fechamento da transação, ou seja, a transferência da participação societária e o desembolso da primeira parcela, estamos tratando do pagamento de um complemento de preço ou *earn-out*. Para facilitar o entendimento, utilizamos os comentários do autor Andrew Nyombi, na obra “Merger Deal Stage Fright and The Use of Earn-outs”:

An earn-out is payment for performance after the deal is closed. The buyer and the seller contractually agree that if after the sale, the business attains agreed-upon performance benchmarks, the buyer will pay the seller additional consideration based on an approved formula. Earn-outs are mostly used in acquisition transactions where the parties cannot agree on the value of the target. The Seller wants

³ LUZIO, Eduardo. *Fusões e aquisições em ato...*, op. cit., p. 117.

to sell at a higher value while the buyer quite overwhelmed by stage – fright and jitters wants to buy the target at a lower value.⁴

Embora a doutrina nacional sobre o *earn-out* seja bastante limitada, encontramos alguns autores que já o enfrentaram, como Judith Martins-Costa, que assim classificou o mecanismo:

O Earn-Out é uma forma de pagamento pelo qual parcela do preço de determinado bem é remetida para o futuro, estado 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.⁵

Um dos principais obstáculos a ser superado numa transação de compra e venda de participação societária é a definição do valor da empresa. Nesse aspecto, o *earn-out* é um mecanismo que tem por objetivo principal reduzir a assimetria das avaliações do comprador e do vendedor quanto ao valor da empresa, mediante a definição de condições futuras que impactarão no preço final a ser pago pelo primeiro ao último. A esse respeito, comenta Luciano Zordan Piva:

A lógica negocial subjacente ao *earn-out* em um contrato de compra e venda de participações societárias pode ser assim resumida: se as participações societárias valerem mais, isto é, se ficar comprovada a “avaliação” do valor da empresa pelos prognósticos do vendedor, não haverá desconfiância para que o comprador pague um valor adicional pelo que a empresa demonstrou a partir do seu rendimento. [...]

Se, ao final do período de apuração do *earn-out*, não forem verificadas as metas ajustadas, será a percepção subjetiva do comprador e a sua avaliação a respeito dos elementos subjetivos da empresa que prepondera, acarretando o não pagamento do preço contingente pela não verificação das condições a ele atreladas.⁶

Em última instância, o *earn-out* é um mecanismo utilizado para viabilizar que a transação seja financeiramente atraente para o comprador e o vendedor, estabelecendo-se determinadas condições para que o pagamento de um complemento de preço seja devido ao vendedor caso estas ocorram. O problema desta

⁴ NYOMBI, Andrew. *Merger Deal Stage Fright and The Use of Earn-Outs*. Edição Kindle.

⁵ 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*. São Paulo: Revista dos Tribunais, vol. 42, p. 153 e s., jul. 2014, p. 154.

⁶ PIVA, Luciano Zordan. *O Earn-Out na Compra e Venda de Empresas*. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 77 e 78.

sistemática se inicia, como veremos a seguir, na definição das metas que deverão ser cumpridas para que o *earn-out* seja devido.

3 Definição de metas para o pagamento do *earn-out*

Conforme já explicado, é da essência do *earn-out* a ocorrência de evento futuro e incerto para que o pagamento seja devido, do contrário estaríamos tratando apenas e tão somente do pagamento parcelado do preço de aquisição.

Em determinados casos, o *earn-out* pode estar sujeito ao cumprimento de mais de uma meta e/ou ter o seu valor dividido de forma proporcional a quantidade de metas a serem cumpridas.

A criatividade na definição das metas para que seja devido o pagamento do *earn-out* é ilimitada. Porém, existem algumas metas específicas que são mais comuns nas operações de compra e venda de empresas. Exploraremos a seguir três metas usuais para entendermos as oportunidades e problemas que podem residir em cada uma delas.

3.1 Permanência do vendedor na gestão da empresa

Na operação de compra e venda de empresa um estágio que é crítico para que o investimento realizado pelo comprador obtenha o retorno financeiro esperado: a integração pós-aquisição. Em alguns casos a figura do vendedor está tão entrelaçada com a imagem da empresa que a saída repentina deste do negócio pode simplesmente colocar em risco a sua continuidade, ou causar severos impactos entre clientes, colaboradores e fornecedores.

Para mitigar esse risco, é comum exigir que o vendedor auxilie o comprador nesse período de transição, que pode ser substancialmente mais complexo se a transação de compra e venda tiver sido realizada entre duas empresas concorrentes, dada a possibilidade de sobreposição de cargos e funções, que pode resultar em demissões ou designação de novas atribuições para os colaboradores da empresa vendida.

Para que o vendedor fique realmente estimulado a participar deste processo, as partes estabelecem determinadas metas que se atingidas em determinado período de apuração (usualmente não superior a dois anos) darão ao vendedor o direito de receber um pagamento complementar do comprador: o *earn-out*.

Para simplificar o processo, comprador e vendedor podem estabelecer como meta uma condição bastante objetiva e de fácil mensuração: basta o vendedor permanecer na gestão do negócio durante determinado prazo. A esse respeito, comenta Piva:

[...] existem diversos modelos negociais através dos quais garante-se a execução do *earn-out* na prática, sendo a função mais comum

desses mecanismos alguma espécie de permanência do vendedor na empresa-alvo mesmo após a transferência de suas participações societárias para o comprador. Nesse modelo, o vendedor continua exercendo a sua influência na empresa-alvo, seja mediante algum cargo ou função gerencial, seja mediante apenas o uso de sua imagem e a publicidade vinculada a ela, tendo como objetivo contribuir para o melhor desempenho da empresa e, conseqüentemente, para o atingimento das metas ajustadas entre ele e comprador.⁷

Nessa linha, as partes podem pactuar que o vendedor deverá permanecer na gestão da empresa vendida pelo prazo de dezoito meses para apoiar com o processo de integração dos times, e ao término deste período fará jus ao recebimento da quantia adicional de R\$1 milhão, independente do desempenho da empresa neste período ou qualquer outra condição.

Nesse exemplo, porém, existem determinadas questões que precisam ser ponderadas, tais como: qual será o novo cargo do vendedor na empresa? Haverá uma remuneração mensal? Qual o nível de autonomia que o vendedor terá no exercício de suas novas atribuições? O vendedor poderá ser redesignado de cargo durante o período de apuração do *earn-out*? O que acontece se o vendedor ficar impossibilitado de trabalhar por motivo de doença? O que acontece se a empresa for vendida para um terceiro durante o período de apuração do *earn-out*? Caso o vendedor decida sair durante o período de apuração do *earn-out*, haverá algum pagamento proporcional ao período de sua permanência na empresa? Caso o vendedor seja afastado de suas atribuições em decorrência de um evento que configure justa causa para o afastamento, o *earn-out* será devido? Quais são as hipóteses de justa causa aplicáveis?

Como vimos acima, uma meta relativamente simples pode ter diversas variáveis que impactarão no pagamento do *earn-out* ao vendedor. Sob uma perspectiva lógica, bastaria dedicar um pouco de tempo ao tema, com apoio de advogados familiarizados com esse tipo de questão, para endereçar todos os aspectos que citamos em relação ao cumprimento da meta.

Porém, o que se verificar na prática é que as partes não são tão cuidadosas como deveriam ao detalhar todas as condições da meta estabelecida, muitas vezes por não querer colocar em risco a transação como um todo em razão de “detalhes” que podem ser “facilmente” ajustados posteriormente entre as partes de “boa-fé”.

Não é incomum, apesar de ser de certa forma até surpreendente, que o vendedor tenha a percepção de que não haverá mudança relevante no seu papel

⁷ PIVA, Luciano Zordan. *O Earn-Out na Compra e Venda de Empresas*, op. cit., p. 118.

dentro da empresa durante o período de apuração do *earn-out*, mesmo que ela tenha agora um novo dono.

Do outro lado, o comprador, propositalmente ou não, evita transmitir ao vendedor de maneira clara a mensagem de que sim, o papel do vendedor na gestão não será mais o mesmo, com menos autonomia e mais prestação de contas (algo que pode simplesmente não ter existido na empresa até então).

A grande questão é que evitar discutir temas sensíveis pode trazer algum ganho a curto prazo, viabilizando concretizar a transação entre comprador e vendedor, mas também pode criar sérios problemas a médio e longo prazos, quando a discussão sobre o que foi pactuado, o que foi cumprido e por quais razões surgir.

No cenário em que a meta é cumprida, a tendência é não haver qualquer problema, salvo se o pagamento do *earn-out* não ocorrer por algum outro motivo. No entanto, quando a meta não é cumprida ou ocorre algum fato inesperado que não foi antevisto contratualmente entre as partes, surge o conflito, que pode terminar em disputa judicial ou arbitral.

3.2 Manutenção da carteira de clientes

Durante o processo de estruturação da aquisição de uma empresa, geralmente o comprador realiza uma análise abrangente de todos os aspectos legais, operacionais e financeiros da sociedade, a denominada “due diligence” ou diligência.

Nesse trabalho, um aspecto essencial é a verificação dos contratos com clientes em vigor, para compreensão das amarras que existem entre tais clientes e a empresa, bem como a projeção do fluxo futuro de receitas que será decorrente da manutenção dos contratos analisados (e novos contratos que surgirem, considerando a média histórica de crescimento da empresa e potenciais sinergias que serão capturadas após a consumação da transação).

Para o comprador (e a empresa adquirida) seria catastrófico se uma grande quantidade de clientes decidisse rescindir os seus contratos em vigor em razão da venda da empresa. Em muitos casos existem contratos relevantes que não estão formalizados por escrito e/ou cuja continuidade dependerá da capacidade de conseguir transferir para uma nova pessoa a relação de confiança construída ao longo de anos pelo vendedor com a sua clientela.

As questões acima demonstram que a manutenção da carteira de clientes de uma empresa após a sua venda pode ser algo trabalhoso, delicado e essencial para a continuidade da jornada da sociedade. Por esses motivos, chega ser até natural que o comprador queira mitigar o risco de perda de clientes com o apoio do vendedor.

Ocorre que a manutenção do relacionamento comercial com tais clientes também dependerá de outras questões como política de preços, capacidade de atualização dos produtos e/ou serviços fornecidos, concorrência, aumento da carga fiscal, apenas para citar alguns aspectos que extrapolam o mero apoio do vendedor.

Novamente, o recomendável seria comprador e vendedor gastarem algumas horas com os seus advogados desenhando possíveis cenários, suas causas e os efeitos que eles terão sobre a carteira de clientes e o pagamento do *earn-out* ao vendedor. Como pode o vendedor assumir o compromisso de contribuir para que a empresa mantenha determinado percentual da carteira de clientes, sem entender qual grau de ingerência que ele terá em questões operacionais que podem impactar na decisão dos clientes em continuar ou não o seu relacionamento comercial com a empresa vendida?

Negociar questões como a margem máxima de lucro que a empresa poderá impor sobre os seus contratos, restrições ao aumento excessivo dos gastos operacionais e o tratamento que será dado aos contratos que já eram deficitários antes mesmo da aquisição da empresa pode ser trabalhoso e complexo.

Afinal, qual comprador que adquire uma empresa sob a condição de ter autonomia limitada sobre tais questões? Poucos.

Manter a carteira de clientes é essencial para que a empresa adquirida obtenha o desempenho financeiro projetado pelo comprador quando decidiu adquiri-la. Obter o apoio do vendedor pode ser uma relevante contribuição para que esse objetivo seja alcançado. O perigo reside na forma como serão estruturados o apoio do vendedor e a sua recompensa pelos objetivos alcançados, assim como as consequências do eventual não atingimento das metas pactuadas.

3.3 Atingimento de determinado indicador financeiro

Outro critério muito utilizado para justificar o pagamento do *earn-out* ao vendedor é o cumprimento pela empresa adquirida de determinada meta financeira, sendo a métrica mais usual o LAJIDA (Lucros antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização) ou *EBTIDA* (*Earnings Before Taxes Interests Depreciation and Amortization*), em inglês. O *EBITDA* é uma referência bastante utilizada pois representa, grosso modo, o lucro bruto operacional da empresa em determinado período, dado que na sua apuração são excluídas tanto as receitas financeiras como as receitas não recorrentes.

A mensuração do atingimento ou não da meta é relativamente simples de ser realizada, desde que as partes tenham pactuado no contrato de compra e venda da empresa a forma de apuração do *EBITDA*. Caso isto não tenha ocorrido, aqui pode surgir o primeiro impasse entre vendedor e comprador, uma vez que o

método de apuração do *EBTIDA* não é único e universal, podendo variar conforme os entendimentos das partes, conforme comenta Flávio Málaga:

É uma medida que refletiria a capacidade de geração de caixa operacional da empresa, que seria então utilizado para amortizar dívidas, para cobrir as despesas financeiras decorrentes do endividamento, para realizar investimentos e para remunerar os sócios e o governo. Entretanto, não há uma regra única para constituição dessa medida, assim como seu uso não é livre de desvios e erros de interpretação.⁸

O *EBITDA* pode ser impactado por despesas operacionais como custo de contratação de pessoas, *marketing* e investimentos em infraestrutura, as quais é improvável que estejam sob a ingerência do vendedor após a venda da empresa.

Além disto, a depender da estrutura societária do comprador, a empresa adquirida poderá ser cindida para a segregação de determinada unidade de negócio ou até mesmo incorporada por sua nova controladora, o que aumentaria substancialmente a dificuldade de verificação do cumprimento da meta estabelecida (em alguns casos podendo até inviabilizá-la).

Ora, se o *EBITDA* é uma métrica sujeita a tantas variantes, por que a sua utilização é tão comum na definição de metas para o pagamento de *earn-out*? A razão é simples: ao se calcular o preço de aquisição da empresa, é praxe que tanto o comprador quanto o vendedor verifiquem quanto o respectivo valor representa em termos de múltiplo de *EBITDA*, ou seja, se uma empresa cujo *EBITDA* anual é de R\$1 milhão for adquirida por R\$10 milhões terá sido comprada por dez vezes o seu *EBTIDA*.

Embora a base de comparação sejam as transações envolvendo companhias abertas que atuem no mesmo segmento ou transações privadas que tiveram o valor revelado ao público, o fato é que os múltiplos de *EBTIDA* são distintos para os variados setores da economia, além de serem superiores para os ativos (ou empresas) considerados realmente estratégicos para o comprador.

De qualquer forma, a conversão do preço de aquisição em múltiplos de *EBTIDA* serve de referência para as negociações, mas a distância entre o quanto o comprador está disposto a pagar e o montante que o vendedor deseja receber pode ser realmente grande, tornando necessário construir algum mecanismo que torne essa distância menor.

Essa distância entre as expectativas de preço do vendedor e comprador também é decorrente das diversas incertezas que permeiam o processo de avaliação de uma empresa. Por mais experiente e habilidoso que seja o avaliador, avaliar

⁸ MÁLAGA, Flávio Kezam. *Análise de demonstrativos financeiros e da performance empresarial: para empresas não financeiras*. 2. ed. São Paulo: Saint Paul Editora, 2012, p. 155.

uma empresa não implica em simplesmente aplicar uma fórmula pré-determinada, pelo contrário, conforme explica Aswath Damodaran, professor de origem indiana que é uma das principais referências na avaliação de empresas no mundo:

A incerteza faz parte do processo de avaliação, tanto no momento em que avaliamos um negócio quanto na forma como esse valor evolui ao longo do tempo, à medida que obtemos novas informações que exercem impacto na avaliação. Essa informação pode ser específica da empresa em avaliação, ser mais genérica sob o segmento de atuação ou, ainda, conter informações gerais de mercado (sobre taxas de juros e a economia).⁹

Tendo em vista as incertezas que devem ser consideradas na negociação do valor de uma empresa, ao definir que parcela do preço de aquisição será paga com a sua própria geração de caixa futura, o vendedor fica mais próximo de receber o montante que é a sua pretensão para a transação, enquanto o comprador não tem de desembolsar, no primeiro momento, a integralidade do preço.

O problema surge, novamente, quando a meta estabelecida para o pagamento do *earn-out* não é atingida e o vendedor procura entender as razões que fizeram com que isto ocorresse. Nesse momento fica evidente que estabelecer o *EBTIDA* como referência pode não ter sido o melhor critério sob a perspectiva do vendedor, considerando as diversas variantes que podem impactar no resultado da empresa e a limitada ingerência que o vendedor, usualmente, passa a ter sobre elas após a venda.

Caso outra métrica financeira seja utilizada para verificação de meta estabelecida para o pagamento do *earn-out*, como o faturamento anual, por exemplo, persistirão determinadas questões que extrapolam o controle do vendedor e poderão impactar negativamente o valor a ser apurado, como a política de preços e de concessão de descontos, apenas para citar uma. Além disto, estabelecer uma meta que não esteja atrelada à rentabilidade do negócio pode criar o inconveniente para o comprador de ter de pagar o *earn-out* ao vendedor ainda que o lucro da empresa no período de apuração tenha sido pífio ou inexistente.

A grande verdade é que estabelecer uma meta financeira para o pagamento do *earn-out* está longe de ser tarefa simples, e em muitos casos apurar o cumprimento das metas estabelecidas pode ser igualmente complexo, principalmente se o contrato que foi assinado para regular a questão for impreciso ou superficial ao tratar do tema.

⁹ DAMODARAN, Aswath. *Avaliação de Empresas*. 2. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007, p. 3.

4 Acompanhamento das metas para o pagamento do *earn-out*

Embora vendedor e comprador tenham interesses antagônicos sob a perspectiva financeira, dado que o primeiro quer extrair o máximo de valor possível do segundo na venda da empresa, o pagamento do *earn-out* é frequentemente utilizado para viabilizar que o objetivo comum das duas partes seja atingido: a consumação da transação.

Uma vez estabelecidas as metas para o pagamento do *earn-out*, cabe às partes acompanhar periodicamente se elas estão sendo atingidas ou não. Como o mais comum é que o vendedor tenha de continuar a contribuir na gestão da empresa (ainda que com escopo de atuação reduzido) durante o período de apuração do *earn-out*, a princípio, todas as informações necessárias para a verificação do cumprimento ou não das metas deveriam estar disponíveis.

A depender, porém, da abrangência das metas estabelecidas, pode ocorrer de o vendedor não conseguir ter todas as informações consolidadas para o acompanhamento de seu cumprimento. Nesse caso, faz-se necessário estabelecer um procedimento para que a tarefa seja realizada, preferencialmente com o suporte dos assessores legais (e financeiros, se aplicável) que atuarão na transação.

Como o período de apuração do *earn-out*, em regra, é anual, não é tão comum as partes realizarem, em conjunto, o acompanhamento periódico do cumprimento das metas em intervalos menores de tempo, como trimestral ou semestralmente, por exemplo. Esse é um erro que pode ser corrigido facilmente ao designar-se, dentro da empresa, uma pessoa que fique responsável por realizar mensalmente o acompanhamento do cumprimento das metas e enviar relatórios ao comprador e vendedor sobre o tema, na periodicidade que ficar acordada entre eles.

O acompanhamento periódico sugerido possibilita identificar as razões pelas quais as metas não estão sendo cumpridas e, eventualmente, se o contrato de compra e venda endereçou adequadamente tais questões. Sendo identificados pontos obscuros ou omissos, as partes têm a possibilidade de endereçá-los antes deles virarem objeto de controvérsia, ao término do período de apuração. Seria uma espécie de manutenção preventiva do contrato de compra e venda, utilizando-se do acompanhamento constante para evitar que surja algum dano relevante (e inesperado) para o vendedor no futuro.

Conforme verificamos anteriormente, podem existir diversas variantes fora do controle do vendedor que impactarão no atingimento das metas estabelecidas para o pagamento do *earn-out*. O acompanhamento permanente das metas permite, também, identificar tais variantes e analisar se existem medidas que possam ser implementadas para mitigar eventuais impactos negativos sobre as metas estabelecidas.

É claro que o procedimento sugerido requer boa dose de cooperação das partes e razoabilidade na eventual repactuação das condições previamente acordadas em relação ao pagamento do *earn-out*. A intenção não deve ser de renegociar o contrato sempre que for identificado que as metas não estão sendo cumpridas, pelo contrário, o que se deseja é que haja clareza caso isto ocorra e que as partes estejam amparadas contratualmente para lidar com os efeitos da situação.

Vale lembrar que qualquer que tenha sido a meta estabelecida para o pagamento do *earn-out*, caso ela seja cumprida, a maior beneficiada tende a ser a empresa, o que, em tese, deveria ser um importante motivador para o comprador e o vendedor resolverem as divergências que surgirem sobre o tema.

Porém, muitas vezes o clima amistoso que havia durante as negociações é sucedido por momentos de tensão e discórdia, principalmente quando não foram bem definidas quais seriam as atribuições e poderes de cada um após a consumação da venda da empresa.

5 Utilização da mediação na solução dos conflitos relacionados ao pagamento do *earn-out*

Dada a relevância da questão, ainda que sejamos repetitivos, vale enfatizar novamente um aspecto muito importante do *earn-out*: os efeitos positivos das metas estabelecidas sobre a empresa.

Quaisquer que sejam as metas estabelecidas, elas só farão sentido se, em primeira instância, a maior beneficiada for a empresa. Fazemos questão de enfatizar esse aspecto pois muitos vendedores têm a percepção equivocada de que o *earn-out* é um pagamento adicional acordado para lhes beneficiar somente por sua contribuição individual para o negócio, quando de fato o mais importante é que a atuação do vendedor tenha sido relevante para que a empresa alcançasse um resultado excepcional ao término do período de apuração. Se alguma dessas premissas (contribuição relevante do vendedor + resultados excepcionais) não for identificada na regra estabelecida para o pagamento do *earn-out*, é sinal de que a regra não foi bem construída.

No entanto, os problemas surgem quando as partes possuem visões distintas sobre a existência de tais premissas, ou pior, quando uma atribui à outra a culpa por alguma destas premissas não ser identificada.

Se analisarmos a meta que prevê que o pagamento do *earn-out* será devido se o vendedor permanecer na gestão da empresa por determinado período, faz todo sentido que sejam estabelecidos quais são os benefícios diretos que se espera que a empresa tenha com a citada permanência, para que o pagamento do *earn-out* realmente faça sentido e o vendedor não se sinta estimulado a ter

um desempenho mediano ou insatisfatório durante o período de apuração. Os conflitos surgem quando essas expectativas não são ajustadas de forma clara e objetiva.

Usualmente os contratos de compra e venda de empresas possuem cláusula compromissória, ou seja, as partes estabelecem que qualquer disputa relacionada ao contrato ou decorrente deste será dirimida em procedimento arbitral, evitando-se o sobrecarregado Poder Judiciário e submetendo-se a disputa ao julgamento definitivo de árbitros especializados em questões societárias e contratuais. Quando essa cláusula determina que previamente à instauração do procedimento arbitral as partes deverão buscar a composição através da mediação, temos a cláusula “med-arb”.

A cláusula *med-arb* impõe duas alternativas distintas para a resolução do conflito, uma autocompositiva e a outra heterocompositiva, conforme comenta a autora e mediadora Luciana Severo:

Desta forma, nas opções de soluções de controvérsias autocompositivas, mesmo com a participação de um terceiro imparcial, permite-se que o entendimento entre os envolvidos, sejam construídos por eles próprios. A vontade das partes é condição *sine que non* nos métodos autocompositivos como a negociação, a conciliação e a mediação. Em contraparte, a arbitragem é caracterizada pela heterocomposição da solução do conflito, onde a terceira pessoa, munida de poderes para tal, estabelece uma sentença que pode não ser plenamente satisfatória ao objetivo das partes.¹⁰

Embora a cláusula *med-arb* seja uma iniciativa louvável, uma vez que seu objetivo maior é que possa haver a conciliação entre as partes, previamente à instauração da arbitragem, existem dois grandes problemas com esse mecanismo, especialmente no contexto de uma disputa envolvendo o pagamento de *earn-out*.

O primeiro grande problema é que a mediação, em regra, somente é realizada ao término do período de apuração do *earn-out*; ou seja, muitas vezes a mediação acaba sendo apenas uma mera formalidade a ser cumprida antes de que a arbitragem seja instaurada.

Lembremos que o período de apuração do *earn-out* usualmente é anual, e em muitos casos o pagamento ao vendedor somente é realizado após o transcorrer da totalidade do período de apuração. Se utilizarmos como exemplo a meta que prevê que o pagamento do *earn-out* será devido caso seja atingido determinado *EBITDA* ao término do período de apuração, a discussão quanto ao cumprimento ou não

¹⁰ SEVERO, Luciana. Importância, funcionalidades e relação das cláusulas escalonadas na mediação e arbitragem. *Revista Brasileira de Alternative Dispute Resolution – RBADR*, Belo Horizonte, ano 01, n. 01, jan./jun. 2019, p. 72.

da referida meta pode iniciar apenas alguns meses após a venda da empresa, quando o vendedor tiver a percepção de que o atingimento da meta está em risco em razão de medidas tomadas pelo comprador na gestão da empresa, sem que houvesse qualquer limitação contratual que impedisse a adoção dessas medidas.

Raramente o vendedor preserva a mesma ingerência na gestão da empresa após a sua venda; pelo contrário, o mais comum é que o comprador tenha ampla autonomia para gerir a empresa adquirida como melhor lhe convir. Quando o vendedor vê em risco o pagamento do *earn-out* por questões totalmente alheias à sua atuação, surgem as divergências que podem resultar na futura disputa arbitral (ou judicial).

Portanto, o eventual conflito decorrente da divergência entre comprador e vendedor quanto ao atingimento das metas estabelecidas para o pagamento do *earn-out* pode se desenrolar por alguns anos até que se tenha a confirmação final se o *earn-out* é devido ou não ao vendedor.

O contexto acima nos remete ao segundo grande problema da cláusula *med-arb*: a mediação compulsória.

Uma das premissas fundamentais do procedimento de mediação é o interesse legítimo e genuíno das partes em construir uma solução pacificadora do conflito existente entre si, mediante o diálogo, alcançando-se a autocomposição, que assim é definida por Diogo A. Rezende de Almeida e Fernanda Medina Pantoja:

Segundo o critério da autoria da solução, os métodos classificam-se em (i) autocompositivos; (ii) impositivos; (iii) híbridos ou mistos. No primeiro grupo, encontram-se aqueles em que a decisão é tomada pelos próprios implicados no litígio, ainda que com a participação de terceiros na tomada de decisão. Tem como característica a manutenção da autoria, subsistindo a responsabilidade dos envolvidos em apreender uma solução. A adesão dos interessados ao método é facultativa, mas, uma vez obtido o acordo, podem ser geradas obrigações – ou ao menos compromissos – que devem ser cumpridas. Nesse grupo, estão inseridas a negociação, a mediação e a conciliação.¹¹

Aprofundando um pouco mais o conceito, os mesmos autores definem a mediação como sendo “um processo dinâmico de negociação assistida, no qual o mediador, terceiro imparcial e sem poder decisório, auxilia as partes a refletirem sobre os seus reais interesses, a resgatarem o diálogo a criarem, em coautoria, alternativas de benefício mútuo, que contemplem as necessidades e possibilidades de todos os envolvidos, sempre sob uma perspectiva voltada ao futuro da relação”.

¹¹ ALMEIDA, Diogo A. Rezende; PANTOJA, Fernanda Medina. Natureza da Mediação de Conflitos. In: ALMEIDA, Tania (Org.). *Mediação de Conflitos*: para iniciantes praticantes e docentes. Salvador: Juspodivm, 2016. p. 87 e 88.

Sendo a mediação um processo de negociação assistida, faz todo sentido iniciar esse processo tão logo as partes identifiquem sua dificuldade em chegar ao consenso quanto ao tema objeto da controvérsia, e não somente quando a intenção de uma das partes (ou de ambas) for iniciar uma disputa arbitral.

No exemplo em que a meta do *earn-out* é a permanência do vendedor na gestão da empresa vendida por determinado período, caso o vendedor seja estimulado a sair da empresa antes do término do prazo estabelecido, por atitudes tomadas pelo comprador, tais como a inclusão de novas atividades no objeto social da empresa ou redução excessiva das atribuições do vendedor enquanto gestor do negócio, pode fazer todo sentido que o vendedor e o comprador repactuem as condições para permanência do vendedor na empresa, evitando-se a saída prematura e eventual discussão se o *earn-out* será ou não devido.

A utilização da mediação na etapa inicial do conflito pode ser eficaz para que comprador e vendedor consigam, por exemplo, repactuar determinadas premissas relacionadas às metas estabelecidas para o pagamento do *earn-out*, ampliar ou reduzir o período de apuração, estabelecer outras contrapartidas que podem ser concedidas ao vendedor caso a meta do *earn-out* não seja atingida, ainda que ele (vendedor) tenha cumprido com todas as demais obrigações que lhe tenham sido impostas durante o período de permanência na empresa após a venda, tais como a redução do período de não competição imposto ao vendedor após a sua saída da empresa ou redução da área de abrangência dessa obrigação.

Sobre essa possibilidade de repactuação das condições acordadas visando evitar uma futura disputa, faz-se oportuno trazermos a visão do renomado negociador William Ury, também da escola de negociação de Harvard, que assim comenta:

Um resultado em que o outro lado não ganha absolutamente nada é pior para você do que aquele em que o outro lado se sente apaziguado. Em quase todos os casos, sua satisfação numa negociação depende, até certo ponto, de deixar o outro lado contente o bastante com um acordo para querer mantê-lo.¹²

Uma grande contribuição que a mediação pode trazer ao relacionamento entre comprador e vendedor, desde que o mediador escolhido pelas partes esteja devidamente capacitado para tanto, é possibilitar que as partes explorem quais são os seus interesses, individuais e coletivos, para entender melhor quais alternativas podem ser adotadas para o conflito ser solucionado. Quando as partes negociam com essa mentalidade, ao invés de simplesmente fazer uma queda de braço, ou seja, cada uma participar da mediação focada apenas em fazer

¹² FISHER, Roger; URY, William; PATTON, Bruce. *Como chegar ao sim: Como negociar acordos sem fazer concessões*. Rio de Janeiro: Sextante. Edição Kindle.

prevalecer a sua posição, as chances de que o consenso seja construído aumentam consideravelmente. Assim, contar com o apoio de um mediador devidamente capacitado para o papel pode ser decisivo para que seja alcançado o acordo entre as partes envolvidas no conflito, conforme comenta Dora Rocha Awad:

Há também pessoas que se autointitulam mediadoras, em geral amigos e parentes de pessoas que estão envolvidas em situações conflituosas, que, por ter a confiança das partes fazem mediação como uma facilitação de conversa apenas, mas sem preparo e técnica. Isso precisa ser contextualizado, para não se confundir com a mediação profissional. Assim, com a mesma denominação 'mediação' tem-se práticas e resultados bem diversos.¹³

Na hipótese em que a meta de pagamento do *earn-out* é relacionada à manutenção, por determinado período, da carteira de clientes existente no momento da venda da empresa, caso o comprador adote alguma nova política que resulte na perda de tais clientes – sem que as medidas adotadas impliquem em infração aos termos do contrato de compra e venda da empresas –, as partes poderão negociar, alternativamente, que o *earn-out* será devido caso o vendedor participe ativamente das negociações para reajuste dos valores praticados nos contratos em vigor e/ou na captação de novos clientes, por exemplo. Em última instância, a empresa continuaria sendo a maior beneficiada, justificando economicamente o pagamento do *earn-out* ao vendedor, além de evitar os custos materiais e emocionais de uma disputa arbitral para discutir a questão.

Nos contratos de compra e venda de empresas que contiverem condições que exigirão a cooperação entre comprador e vendedor durante determinado período, como é o caso nas transações em que há previsão do pagamento de *earn-out*, as partes podem nomear, antecipadamente, um ou mais mediadores que deverão interceder caso surja algum conflito durante o período de apuração do *earn-out*, evitando que a controvérsia identificada se transforme numa futura disputa arbitral. A mediação pode ser utilizada como uma ferramenta de apoio durante o monitoramento constante do cumprimento das obrigações pactuadas no contrato de compra e venda, cabendo a qualquer das partes invocar a realização do procedimento caso surja alguma divergência que o referido contrato não tenha previsto como evitar, ou uma situação que esteja causando grande desconforto ao comprador e/ou ao vendedor.

Prever contratualmente todas as situações que poderão impactar no cumprimento das metas pactuadas para o pagamento do *earn-out* é tarefa das mais

¹³ AWAD, Dora Rocha. Mediação de conflitos no Brasil: atividade ou profissão? *Revista Brasileira de Alternative Dispute Resolution – RBADR*. Belo Horizonte, ano 01, n. 01, jan./jun. 2019, p. 62.

complexas, e não é raro as partes (comprador e vendedor) evitarem explorar com profundidade essas questões para não colocar em risco a transação como um todo. O risco de um potencial conflito envolvendo o pagamento de uma determinada parcela do preço de aquisição é muitas vezes ignorado ou consensualmente assumido pelas partes, no desejo de que a transação seja consumada. Em qualquer dessas hipóteses a mediação pode ser um eficiente instrumento para prevenir que os conflitos que surgirem virem disputas arbitrais (ou judiciais, conforme aplicável), possibilitando que as partes construam, através do diálogo e com o apoio do mediador, alternativas para terem os seus interesses atendidos.

6 Conclusão

Embora o pagamento de *earn-out* envolva considerável complexidade na definição das metas que deverão ser cumpridas para que o vendedor faça jus ao recebimento da parcela adicional do preço de aquisição pactuado no contrato de compra e venda da empresa, assim como na apuração do cumprimento de tais metas, sobretudo quando elas não são atingidas por motivos alheios à atuação do vendedor, a utilização do mecanismo nas transações desta natureza é bastante comum.

Na prática, o que se verifica são diversas situações que impactam o cumprimento das metas estabelecidas e que não foram reguladas no contrato de compra e venda, exigindo que as partes negociem qual será o tratamento concedido para essas questões, considerando, sobretudo, os interesses da empresa vendida, mas também os interesses individuais do comprador e vendedor.

Nesse contexto, as controvérsias que surgirem durante o período de apuração do *earn-out* podem ser dirimidas utilizando-se a mediação como um instrumento de gestão do contrato de compra e venda da empresa e de manutenção do relacionamento entre vendedor e comprador.

Embora a mediação obrigatória decorrente da cláusula *med-arb* possa evitar que a disputa arbitral seja iniciada, as chances que isto de fato ocorra podem aumentar sensivelmente caso a mediação seja realizada de forma espontânea, por iniciativa das partes, em estágio não avançado do conflito. Ao invés da mediação ser a última tentativa de conciliação antes da instauração do procedimento arbitral, ela pode ser um instrumento permanente de gerenciamento da relação contratual entre vendedor e comprador, pacificando quaisquer conflitos que surjam no decorrer deste relacionamento.

The earn-out clauses and the mediation

Abstract: Earn-out clauses are frequently used in transactions of purchase and sale of companies, enabling the seller to receive an additional value if certain goals agreed with the purchaser are achieved. However, defining referred goals and assessing if they are met is not an easy task and there are

countless disputes related to utilization of this contractual mechanism. We will analyze how mediation can contribute to reduce the number of disputes related to earn-out clauses.

Keywords: Mediation. Mergers and Acquisitions. Earn-out.

Referências

- ALMEIDA, Diogo A. Rezende; PANTOJA, Fernanda Medina. Natureza da Mediação de Conflitos. *In: ALMEIDA, Tania (Org.). Mediação de Conflitos: para iniciantes praticantes e docentes.* Salvador: Juspodivm, 2016. p. 55-69.
- AWAD, Dora Rocha. Mediação de conflitos no Brasil: atividade ou profissão? *Revista Brasileira de Alternative Dispute Resolution – RBADR*, Belo Horizonte, ano 01, n. 01, jan./jun. 2019.
- DAMODARAN, Aswath. *Avaliação de Empresas*. 2. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.
- FISHER, Roger; URY, William; PATTON, Bruce. *Como chegar ao sim: como negociar acordos sem fazer concessões*. Rio de Janeiro: Sextante. Edição Kindle.
- LUZIO, Eduardo. *Fusões e aquisições em ato – Guia prático: geração e destruição de valor em M&A*. São Paulo; Cengage Learning; Rio de Janeiro: Editora Senac, 2014.
- MÁLAGA, Flávio Kezam. *Análise de demonstrativos financeiros e da performance empresarial: para empresas não financeiras*. 2. ed. São Paulo: Saint Paul Editora, 2012.
- 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*. São Paulo: Revista dos Tribunais, vol. 42, p. 153 e s., jul. 2014.
- NYOMBI, Andrew. *Merger Deal Stage Fright and The Use of Earn-Outs*. Edição do Kindle.
- PIVA, Luciano Zordan. *O Earn-Out na Compra e Venda de Empresas*. São Paulo: Quartier Latin, 2019.
- SEVERO, Luciana. Importância, funcionalidades e relação das cláusulas escalonadas na mediação e arbitragem. *Revista Brasileira de Alternative Dispute Resolution – RBADR*, Belo Horizonte, ano 01, n. 01, jan./jun. 2019.
- SHAPIRO, Daniel; FISHER, Roger. *Além da Razão. A força da emoção na solução de conflitos*. Rio de Janeiro: Alta Books. Edição Kindle.

Informação bibliográfica deste texto, conforme a NBR 6023:2018 da Associação Brasileira de Normas Técnicas (ABNT):

RIBEIRO, Gustavo Pires. As cláusulas de *earn-out* e a mediação. *Revista Brasileira de Alternative Dispute Resolution – RBADR*, Belo Horizonte, ano 03, n. 06, p. 109-129, jul./dez. 2021. DOI: 10.52028/rbadr.v3i6.6.
