

INDENIZAÇÃO POR PERDAS PÓS-FECHAMENTO EM CONTRATOS DE COMPRA E VENDA DE PARTICIPAÇÃO SOCIETÁRIA

Post-closing indemnification in stock purchase agreements
Revista de Direito Societário e M&A | vol. 2/2022 | Jul - Dez / 2022
DTR\2022\16372

João Ricardo de Azevedo Ribeiro

Doutorando em Direito Comercial pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. Mestre em Direito Comercial (LL.M.) pela Cornell Law School. Advogado em SP. joao@mattosfilho.com.br

Cristina Rangel Maciel

Bacharel em Direito pela Pontifícia Universidade Católica de São Paulo (PUC-SP). Advogada em SP. cristina.maciel@mattosfilho.com.br

Área do Direito: Civil; Comercial/Empresarial

Resumo: No âmbito de contratos de compra e venda de participação societária, discutimos diferentes formas de endereçar a responsabilidade por perdas incorridas pela sociedade adquirida, pelo comprador e/ou por suas afiliadas após o fechamento da transação. A principal discussão é referente à alocação do risco relacionado a perdas, que pode ser integralmente assumido pelo comprador em operações com “porteira fechada”, nas quais o comprador, após a realização de uma diligência legal e identificação das principais contingências da sociedade a ser adquirida, faz uma dedução do preço global ofertado, tratando-se do cenário mais tradicional em transações de M&A nos Estados Unidos. Alternativamente, o risco pode ser substancialmente assumido pelo vendedor em operações com “porteira aberta” (“our watch, your watch”), nas quais o vendedor permanece responsável por perdas cujo fato gerador tenha ocorrido antes do fechamento da transação, sujeito, no entanto, a determinadas limitações – temporais, financeiras ou procedimentais –, nesses casos sendo comum a outorga de garantias pelo vendedor ao comprador para fazer frente à obrigação de indenização assumida.

Palavras-chave: Indenização – Perdas – Responsabilidade – Demandas diretas e de terceiros – Garantias

Abstract: The article aims to discuss different manners to address the liability for post closing losses in a Stock Purchase Agreement. The main discussion concerns the risk allocation for those losses, which may be fully undertaken by the purchaser in transactions where purchaser, after having a due diligence and identifying the main contingencies of the company to be acquired makes a deduction to the global offered price, being the most traditional feature for M&A transactions in the United States. Alternatively, the risk may be substantially undertaken by seller (“our watch, your watch”), where seller remains liable for losses which triggering event took place before closing, subject, however, to certain limitations – in time, financially or relating to procedure –, being usual in such cases to have guarantees granted by seller to the benefit of purchaser in order to secure the indemnification obligation undertaken by seller.

Keywords: Indemnification – Losses – Liability – Direct and third-party claims – Guarantees

Para citar este artigo: RIBEIRO, João Ricardo de Azevedo; MACIEL, Cristina Rangel. Indenização por perdas

pós-fechamento em contratos de compra e venda de participação societária *Revista de Direito Societário e M&A*. v. 2. ano 1. São Paulo: Ed. RT, jul.-dez. 2022. Disponível em: inserir link consultado. **Acesso em:** DD.MM.AAAA.

Sumário:

1. Introdução - 2. Alocação de Risco - 3. Definição de Perdas - 4. Perdas Indenizáveis - 5. Limitações - 6. Demandas Diretas e Reclamações de Terceiros - 7. Condução de Defesas - 8. Garantias - 9. Outras Complexidades - 10. Limitação de Jurisprudência e Arbitragem - 11. Bibliografia

1. Introdução

As operações de compra e venda de participação societária (M&A) no Brasil, quando comparadas às realizadas nos Estados Unidos, apresentam uma peculiaridade no que tange à responsabilidade do vendedor por perdas incorridas pela sociedade objeto da venda. Na prática brasileira, usualmente, o vendedor permanece responsável por perdas cujo fato gerador seja anterior à data de consumação da transação (fechamento), comprometendo-se a indenizar o comprador por perdas, passivos e demandas decorrentes desses fatos geradores que ocorram após o fechamento. Trata-se do conceito da venda com “porteira aberta” (também conhecido como *Our Watch, Your Watch*), em contrapartida à venda com “porteira fechada”, que é o cenário mais tradicional em transações de M&A nos Estados Unidos.

A operação com porteira fechada, em geral, implica em uma dedução do valor global que seria pago pelo comprador pelo ativo adquirido considerando as contingências (materializadas ou não, já exigíveis ou não) mapeadas durante o processo de diligência (legal, trabalhista, tributária, contábil, financeira e/ou técnica), resultando em um preço de aquisição inferior ao que seria pago caso tais contingências não existissem. Nesse tipo de contratação, o vendedor não se comprometeria a indenizar contingências relativas ao período em que foi responsável pela empresa alienada.

Nesse sentido, vale apontar que qualquer diligência pode apresentar falhas e insuficiências, seja por não atingir a profundidade necessária para que compreenda todo o universo de perdas em potencial, seja por uma questão de decurso do tempo (*i.e.*, haverá sempre um espaço de tempo entre a data-base da diligência e a data de assinatura dos contratos definitivos, interim no qual novas questões podem surgir ou questões já existentes podem se agravar e não receber a devida atenção e mapeamento), seja por outras questões, tais como assuntos não pacificados em jurisprudência que podem ter no futuro um resultado judicial ou arbitral diferente do esperado ou alterações de leis que indiretamente afetem práticas e procedimentos adotados pela sociedade (considerando que qualquer reflexo direto decorrente de alterações de leis não deveria implicar em uma perda indenizável, que normalmente fica circunscrita à inobservância de leis aplicáveis à época do fato que gerou a perda).

Assim, ainda que haja o racional da redução de preço para fazer frente a potenciais perdas que possam ser incorridas pela sociedade alienada – e assumindo que tal redução seja realizada de forma estritamente ligada aos apontamentos da diligência –, do ponto de vista de quem vende, ter a dedução realizada *a posteriori* e sob a forma de indenização é normalmente mais interessante, desde que haja segurança da parte vendedora sobre o universo de contingências da empresa sendo vendida.

Não obstante essa correlação natural entre indenização e/ou deduções ao preço de aquisição e apontamentos de diligência, vale ressaltar que, em regra, na estrutura de porteira aberta, o direito de indenização não sofre limitações ou restrições em decorrência de tais apontamentos, ou ainda de declarações e garantias prestadas no âmbito do contrato, de provisões eventualmente constituídas pela sociedade ou pelo fato do comprador

ter conhecimento do fato gerador de uma perda, previamente ao fechamento da transação.

Em linhas gerais, o escopo da indenização contempla as perdas já identificadas pelas partes como possíveis, independentemente de já estarem em discussão materializada ou de serem apenas potenciais, e aquelas perdas futuras, desconhecidas e/ou não identificadas durante a negociação da transação. São essas últimas as perdas que costumam causar maior preocupação ao comprador e que demandam um tratamento contratual mais pormenorizado. Com relação às perdas futuras, trata-se essencialmente de uma questão de alocação do risco, o que deve ser ponderado *vis a vis* o histórico da sociedade sendo adquirida, do grupo ao qual pertence e sua inserção no contexto econômico nacional (e internacional, conforme aplicável) do momento da transação.

Por outro lado, a estrutura de porteira aberta traz uma complexidade para o pós-fechamento que não existe na estrutura de porteira fechada, uma vez que implica na necessidade de regulamentar e operacionalizar mais detalhadamente o procedimento para verificação se uma perda é ou não indenizável e, na medida em que o seja, o pagamento da indenização, o que inclui, entre outros, a determinação exata do que serão consideradas como perdas indenizáveis, limitações aplicáveis ao direito do comprador de ser indenizado, procedimentos detalhados de condução da defesa de demandas (diretas, entre vendedor e comprador, e/ou reclamações de terceiros), garantias e formas de assegurar ao comprador que o vendedor cumprirá com as obrigações de indenização.

2. Alocação de Risco

O conceito de perdas para fins da indenização é sempre um tema que gera intensa discussão na medida em que corresponde à primeira definição importante na determinação do universo do que será passível ou não de “reembolso” ao comprador ou, alternativamente, de dedução de uma parcela do preço de compra que ainda não tenha sido paga e/ou tenha sido retida justamente para cobrir perdas incorridas no futuro, conforme negociado entre as partes.

O fechamento do contrato de compra e venda de participação societária representa a conclusão de apenas uma parte da contratação de uma operação de M&A. No momento do fechamento, o vendedor transfere ao comprador a propriedade da participação societária na empresa alvo e o comprador realiza em benefício do vendedor o pagamento de parte ou da totalidade do preço (a depender do pactuado em termos de pagamento à vista ou a prazo), concluindo-se a parte da compra e venda de participação societária da operação de M&A. Nesse momento de fechamento, as partes também contratam obrigações acessórias futuras de fazer, que podem ou não incluir também obrigações de natureza pecuniária, tais como, obrigação de verificação das premissas que podem dar margem a eventual ajuste de preço e o efetivo pagamento do ajuste verificado, obrigação de não competição, obrigação de prestação de serviços e, especialmente, obrigação de indenização do comprador por perdas sofridas no futuro por uma “parte indenizável”, conforme conceito mais adiante explorado.

Essas perdas podem decorrer do descumprimento de obrigações contratuais do vendedor, seja obrigação de fazer, seja obrigação e garantia da situação de fato da empresa alvo objeto da operação, e podem decorrer das perdas sofridas pela própria empresa alvo no curso de suas atividades após o fechamento, independentemente do descumprimento de qualquer obrigação da parte do vendedor.

Normalmente, a indenização pela obrigação de garantia da situação de fato da empresa alvo (objeto das declarações e garantias prestadas no contrato pelo vendedor ao comprador) e pelas perdas sofridas pela empresa alvo não compreende todas as perdas incorridas. Essas perdas representam um risco de desvalorização do preço do negócio que é repartido entre vendedor e comprador.

Nesse sentido, essa alocação de risco na contratação de M&A é feita com intuito de alterar as disposições do Código Civil que tratam da obrigação de indenizar em decorrência de dano causado por ato ilícito¹. No contrato de M&A as partes exercem o direito de contratar livremente previsto no artigo 421-A do Código Civil² e escolhem limitar o conceito de dano e a obrigação de indenizar mediante estruturação contratual da obrigação de indenização com os seguintes elementos: (a) definição do que é perda; (b) definição do que é perda indenizável; (c) definição de quem é deve ser indenizado por uma perda; (d) definição de valores e limites de indenização; (e) definição de prazos máximos de validade da obrigação e indenizar; (f) definição de procedimentos para o controle das perdas indenizáveis; e (g) garantias de cumprimento da obrigação de indenizar. Cumpre ressaltar que, como apontado, em regra, a contratação nos termos do referido artigo 421-A implica em uma limitação ao conceito amplo de indenização nos termos do Código Civil na medida em que restringe o que é passível de indenização ao que está expressamente pactuado no contrato.

3. Definição de Perdas

Como regra, a definição é bastante ampla e contempla quaisquer perdas, prejuízos, danos, multas, penalidades, despesas, encargos, cobranças e custos (que incluem, sem limitação, honorários e custas judiciais e/ou administrativas) incorridos por uma parte indenizável – usualmente a própria sociedade objeto da aquisição, mas podendo ser incorridos ainda pelo próprio comprador ou sociedades controladas ou sob controle comum, bem como seus respectivos empregados, diretores e representantes, compondo assim o conceito de “parte indenizável” – após o fechamento da transação que tenham seu fato gerador ocorrido antes do fechamento.

É importante diferenciar aqui se o conceito deve estar restrito a questões que já geraram efetivo desembolso financeiro por uma parte indenizável ou se a mera expectativa de desembolso já tornaria uma perda indenizável. O primeiro cenário é o mais comum, ou seja, para que uma perda seja passível de indenização, exige-se que tenha sido efetivamente incorrida, paga, pela parte indenizável. A diferenciação aqui é importante pois determina o momento da indenização; do ponto de vista do comprador, o quanto antes uma perda indenizável for considerada como devida, melhor.

Por mais que o direito à indenização conceitualmente exista ainda que o desembolso não tenha acontecido (isto é, em cenários em que a determinação da perda acontece antes do momento em que essa se torna devida), considerando que é comum que as garantias outorgadas pelo vendedor para assegurar o cumprimento das suas obrigações de indenização possuam limitações temporais, a orientação do comprador será sempre no sentido de garantir, o quanto antes possível, seu ressarcimento completo.

Mais relevante na definição de perdas são as exclusões, ou seja, as regras de desconsideração de danos que podem existir mas não serão considerados como perdas para fins da contratação de M&A. Normalmente, como parte do processo de alocação de risco entre vendedor e comprador, as seguintes perdas e danos são excluídas do conceito de perda para fins da obrigação de indenizar do comprador: (i) danos ou prejuízos indiretos, incidentais, especiais, punitivos ou ainda decorrentes de situações extraordinárias ou imprevistas, (ii) lucros cessantes, (iii) danos incorridos em decorrência da perda de uma chance, (iv) diminuição de valor, e (v) danos morais, reputacionais e/ou institucionais.

Em todos esses casos, a parte indenizável irá arguir pelo fato de que perdas efetivamente incorridas devem ser indenizáveis, ao passo que o vendedor buscará estabelecer que o conceito de perda deve observar estritamente aspectos de concretude e de relação direta causal entre o fato gerador ocorrido sob sua gestão e a perda em questão. Sem prejuízo das visões diametralmente opostas (*i.e.*, concretude e relação causal direta causal *versus* perda incorrida, genericamente), existem outras situações intermediárias, como, por exemplo, a inclusão desses aspectos indiretos desde que vinculados a uma demanda de terceiro (*e.g.*, um terceiro que

demanda lucros cessantes ou danos morais da sociedade em decorrência de um fato ocorrido durante a gestão do vendedor).

4. Perdas Indenizáveis

O escopo mais tradicional da obrigação de indenizar compreende as perdas incorridas por uma parte indenizável do comprador que sejam decorrentes de:

descumprimento ou violação de obrigações previstas nos contratos definitivos;

falsidades, omissões ou inexatidões nas declarações e garantias prestadas pelo vendedor e suas afiliadas no contrato; e

atos, fatos ou omissões relacionados à sociedade adquirida, ao vendedor ou a qualquer de suas respectivas afiliadas.

A depender do caso concreto, outros aspectos podem ser incluídos no rol de perdas indenizáveis para endereçar sensibilidades específicas das operações da sociedade adquirida, inclusive questões que sejam eventualmente levantadas na diligência e não haja tempo hábil para sua regularização e/ou remediação até o fechamento da transação. Nesses casos, ainda que indiretamente a potencial perda em questão restaria contemplada no item geral de “atos, fatos, passivos ou omissões”, é recomendável a criação de um item específico para o fato indenizável que se procura cobrir para evitar discussões posteriores de escopo. Esse tipo de endereçamento é comum para questões ambientais e/ou regulatórias, incluindo do ponto de vista de licenças ou de obrigações decorrentes de compromissos assumidos perante autoridades governamentais, em especial de agências reguladoras.

5. Limitações

Em função da insegurança que um compromisso de indenização pode gerar ao vendedor, dificilmente vemos contratos em que a indenização por perdas incorridas após o fechamento é estabelecida de forma ilimitada. Por maior que seja o conhecimento do vendedor do negócio por ele gerido, a complexidade do arcabouço jurídico brasileiro e a lentidão processual são elementos que trazem grande incerteza para o saldo final que essa “conta” pode atingir.

Ademais, situações que possam ter sido iniciadas na gestão do vendedor podem ser agravadas já na gestão do comprador, o que torna a discussão de fato gerador mais complexa para fins de determinação do que é ou não indenizável pelo vendedor e a extensão/alcance da obrigação de indenizar.

Diante disso, limitações financeiras, temporais e procedimentais são bastante usuais em contratos de M&A, além da determinação de exceções à obrigação de indenizar e da inclusão de redutores à conta do saldo a ser indenizado.

Do ponto de vista financeiro, é comum a fixação de um limite máximo de indenização, o que em geral leva em consideração o preço global da aquisição, estabelecendo-se um percentual como *cap*; estritamente negocial, esse percentual pode variar de 10% a 100% do preço global, e leva em consideração os apontamentos da diligência, na medida em que são dados concretos que ajudam a delinear o cenário global de contingências da sociedade.

É também bastante usual estabelecer um período de vigência para a obrigação de indenizar, isto é, ainda que o fato gerador deva ter sido sempre verificado antes do fechamento, é comum se estabelecer um prazo, que costuma variar entre 3 e 10 anos (observadas premissas e aspectos negociais), para que uma demanda seja

apresentada e a respectiva perda tratada como indenizável pelo vendedor.

Idealmente, do ponto de vista do comprador, esse prazo seria o prescricional previsto em lei para a demanda em disputa, de forma que o vendedor se responsabilizasse por todo o período no qual a sociedade esteve sob sua gestão; todavia, como existem questões imprescritíveis no direito brasileiro (*e.g.*, reparação civil de danos ambientais ou questões envolvendo direitos personalíssimos, direito de família e bens públicos), é bem provável que o vendedor exija um prazo máximo para que o comprador possa acioná-lo por perdas decorrentes da transação.

Comumente esse prazo é de 5 anos a contar da data de fechamento em linha com os prazos previstos em lei para constituição de créditos trabalhistas³ e tributários⁴, observado que para assuntos tributários geralmente esse prazo é estendido para 6 anos, tendo em vista que referido prazo é contado a partir do primeiro dia do exercício seguinte àquele em que o lançamento poderia ter sido efetuado.

Não obstante a exigência do vendedor que haja um prazo máximo para a sua obrigação de indenizar também é razoavelmente aceito, tanto em transações nacionais quanto internacionais, que determinadas matérias não estejam sujeitas a nenhum limite temporal, em especial demandas relacionadas às declarações e garantias fundamentais do vendedor e da sociedade-alvo (sendo entendidas como aquelas referentes a poderes, capacidade, validade e exequibilidade do contrato e titularidade das ações objeto da transação) e violações às leis de anticorrupção.

Para evitar que perdas envolvendo pequenos valores sejam apresentadas para pagamento ao vendedor de forma frequente, procedimentalmente custosa e operacionalmente trabalhosa, é comum estabelecer um valor mínimo para que uma perda seja considerada como indenizável, o *de minimis*; este valor usualmente é baixo (naturalmente essa avaliação devendo levar em consideração não apenas o valor global da transação, mas principalmente os valores médios envolvidos em perdas que possam ser incorridas por uma parte indenizável do comprador). Assim, perdas que não atinjam o *de minimis* não são consideradas como indenizáveis para os fins da obrigação de indenizar do vendedor, ainda que observem os demais critérios.

Na medida em que a limitação anterior implica na desconsideração de determinadas perdas, não costuma ser vista com bons olhos pelo comprador que, assumindo que esteja flexível e aberto à inclusão de limitações, tende a preferir a determinação de uma cesta (*basket*), estabelecendo que qualquer pagamento de indenização somente será realizado quando um valor mínimo estabelecido no contrato for atingido. Mesmo depois desse alinhamento, surge ainda um segundo desafio que é determinar se, uma vez atingido o *basket*, todo o valor que o compõe passa a ser indenizável ou se somente a parte que superar o *basket* seria devida pelo vendedor.

Ainda que a atuação de boa-fé seja um princípio geral do direito civil (e, especificamente no âmbito de operações de M&A, do direito contratual), devendo ser observada em todos os aspectos de uma transação, incluindo do ponto de vista de lealdade no cumprimento do pactuado contratualmente, de observância aos conceitos e princípios que margearam as negociações preliminares e, não menos importante, de equilíbrio econômico, em que obrigações pecuniárias devem observar aspectos gerais de lógica e equidade financeira, do ponto de vista do vendedor, é sempre positiva a inclusão de disposições que reflitam e deixem tais princípios expressos nas cláusulas contratuais que versam sobre indenização. São exemplos os dispositivos que estabelecem obrigações de:

minimizar perdas – não como limitação ou restrição à indenização devida, mas objetivando induzir as partes indenizáveis do comprador a envidar melhores esforços para contenção e redução do universo de perdas;

não induzir terceiros a iniciar reclamações ou demandas que possam resultar em perdas indenizáveis;

endereçar, mediante pagamento direto ao vendedor ou compensação com outros valores devidos pelo vendedor, valores que sejam auferidos pela sociedade no âmbito de superveniências ativas (desde que e na medida em que gerem um crédito certo, líquido e exigível, resultando em um efeito caixa positivo), de indenizações de seguro ou de terceiros pagas à parte indenizável ou de dedução de tributos devidos pela parte indenizável – em decorrência da dedutibilidade das perdas incorridas –, desde que guardem relação com a perda em questão (exceto por superveniências ativas, que podem não se relacionar a qualquer perda indenizável cobrada).

Não obstante a racionalização financeira anterior, na medida em que normalmente o conceito de indenização e seu objetivo sejam promover a recomposição integral de perdas indenizáveis efetivamente incorridas, é interessante que tal alcance seja contratualmente previsto, ficando expresso que as indenizações devidas abrangerão todos os tributos, custos e despesas incorridos em virtude do recebimento dessas indenizações (considerando que eventuais complementações possam ser necessárias para alcançar a recomposição integral).

Sem prejuízo de quaisquer limitações contratualmente previstas à obrigação de indenizar, é comum estabelecer – também contratualmente –, como exceção geral às limitações, perdas decorrentes de casos comprovados de dolo, omissão dolosa ou má-fé.

6. Demandas Diretas e Reclamações de Terceiros

Em especial do ponto de vista procedimental, os contratos costumam diferenciar perdas decorrentes de reclamações que sejam realizadas diretamente por uma parte indenizável do comprador ao vendedor, as demandas diretas, daquelas que são decorrentes de reclamações realizadas por um terceiro contra uma parte indenizável do comprador.

Em ambos os casos, o escopo da indenização é o mesmo (*i.e.*, o que constitui uma perda indenizável), a grande diferença sendo o procedimento aplicável a cada tipo de reclamação. Naturalmente, as reclamações de terceiros envolvem procedimentos mais detalhados, com mais prazos e providências a serem tomadas de parte a parte na medida em que envolvem, além da parte indenizável do comprador e o vendedor, o terceiro reclamante e autoridades públicas – seja no âmbito administrativo ou judicial – ou arbitrais.

7. Condução de Defesas

Como regra geral, o vendedor tem a prerrogativa de conduzir a defesa de reclamações de terceiros que possam resultar em perdas indenizáveis, o que se explica pelo fato de ser o maior interessado em garantir que todas as medidas necessárias à melhor condução possível sejam tomadas, incluindo com a contratação de bons assessores e a adoção de boas teses, para que as perdas incorridas sejam mitigadas na maior extensão possível.

Sem prejuízo da definição da parte responsável pela defesa e na linha de obter a recomposição integral das perdas, todos os custos, despesas e ônus envolvidos na defesa – seja com assessores legais, contábeis, financeiros, técnicos, seja com custos e despesas administrativas, depósitos judiciais ou garantias processuais – devem ser arcados pelo vendedor, podendo se estabelecer ainda parâmetros para limitar tais despesas mediante, por exemplo, a definição prévia de lista de assessores que possam ser contratados, a utilização de conceito de “razoabilidade” ou a exigência de que custos incorridos tenham que ser efetivos, comprovados e efetivamente necessários à condução da defesa em questão, estando em linha com os custos praticados no mercado para situações semelhantes.

Não obstante, podem existir situações que levem o comprador a demandar para si a responsabilidade por tal condução ou, minimamente, exigir que tenha ingerência na referida condução, em especial no que se refere (i) à realização de acordos, termos e compromissos no âmbito judicial, administrativo ou arbitral, e/ou (ii) a demandas que possam ter impacto na reputação do comprador e do seu grupo econômico no mercado, incluindo demandas relacionadas a leis de anticorrupção, e/ou (iii) demandas envolvendo clientes, fornecedores ou parceiros comerciais do comprador e que possam impactar adversamente seu relacionamento comercial com os referidos terceiros, e/ou (iv) demandas no âmbito das quais sejam utilizadas teses de defesa que podem conflitar com as teses e/ou estratégias adotadas pelo comprador na defesa de ações de natureza semelhante, podendo criar precedentes negativos relevantes ao comprador e às sociedades do seu grupo econômico.

Assim, na medida em que a sociedade adquirida passa a fazer parte do grupo econômico do comprador (e, em especial quando atua exatamente no mesmo ramo de negócios do comprador ou de empresas a ele afiliadas), existem preocupações que precisam ser endereçadas através da regulação do procedimento de defesa, com a alocação de responsabilidades e a criação de limitações à atuação da parte responsável pela condução da defesa.

A título exemplificativo, é comum estabelecer que o vendedor, quando da condução da defesa de uma reclamação de terceiro, não possa celebrar acordos, judiciais ou extrajudiciais, sem a anuência prévia do comprador, que envolvam reconhecimento de culpa ou admissão de violação a leis, contemplem quitação irrevogável ao terceiro pleiteante (o que impediria uma ação futura por parte da sociedade e/ou do comprador) ou impliquem em violação ou conflito a teses adotadas pelo comprador em outros processos de natureza semelhante.

8. Garantias

Um tema que é frequentemente discutido quando falamos de perdas que possam ser incorridas pelo comprador após a conclusão da transação refere-se a garantias que possam ser conferidas pelo vendedor para assegurar o cumprimento da obrigação de indenizar. Entre elas, as usualmente mais utilizadas são a retenção de parte do valor devido pelo comprador ao vendedor (*holdback*) e a criação de conta garantia (*escrow*).

Em ambos os casos, o racional é segregar e reter uma parte do preço de compra acordado, a qual não é paga ao vendedor no fechamento da transação, para fazer frente a perdas indenizáveis nos termos do contrato após o fechamento. A determinação do valor a ser retido e do prazo da retenção levam em consideração uma série de fatores, sendo os principais o volume, natureza e montantes envolvidos em contingências, materializadas ou não, bem como o valor total envolvido na transação.

Em termos de valor, o percentual médio de retenção costuma (considerando transações mais recentes) oscilar entre 12% a 20%, sendo que o montante retido costuma ser menor para transações envolvendo valores maiores e nas quais o adquirente é um comprador estratégico (em contrapartida a um comprador financeiro).

Em termos de prazo, existe uma margem grande de variação, podendo o período da retenção total oscilar entre 1 a 8 anos, raramente ultrapassando esse teto; havendo um comprador estratégico, o prazo tende a ser superior. Além do prazo final da retenção, é possível estabelecer prazos menores no período para liberações intermediárias, conforme controle (conta gráfica) das contingências materializadas e perdas incorridas pela sociedade. Ainda que bastante utilizada, essa mecânica demanda organização e trabalho do time jurídico da sociedade, que precisa ter um controle pormenorizado das movimentações das referidas contingências, além de atenção para a estrita observância dos procedimentos previstos em contrato para condução e comunicação de demandas e seus desdobramentos.

O *holdback* costuma ser mais popular na medida em que não implica em quaisquer custos adicionais pelas partes, nem na negociação de documentos acessórios. Essencialmente, as partes combinam a dedução do preço de compra acordado, ficando tal montante retido pelo comprador para fazer frente a perdas incorridas após o fechamento, e sendo o saldo existente no final do período, caso aplicável, liberado ao vendedor – em qualquer caso observadas as demais limitações aplicáveis à indenização, conforme discorremos anteriormente.

O *escrow* tende a envolver um operacional mais complexo considerando que conta com a figura do agente do *escrow* – *i.e.*, a instituição financeira responsável com a qual a conta *escrow* é mantida –, a quem é devido um pagamento pelos serviços prestados, e implica na negociação de um contrato de *escrow*, que pode ser mais ou menos complexo (embora costume partir de um modelo padrão adotado pela instituição financeira em questão), em que os direitos e obrigações de cada parte são regulados em detalhe, incluindo a competência para dar instruções e orientações de movimentações da conta, além de aspectos de isenção de responsabilidade do agente *escrow* por movimentações na conta de acordo com as orientações recebidas das partes, na forma estabelecida em contrato.

9. Outras Complexidades

Nos parágrafos anteriores procuramos passar um panorama dos aspectos e discussões com os quais tradicionalmente lidamos em operações com estrutura de porteira aberta. É importante ressaltar, no entanto, que cada operação deve ser analisada sob ótica única, considerando a realidade da sociedade sendo adquirida e as sensibilidades e particularidades das partes envolvidas. Existe uma gama imensa de variáveis das discussões indicadas supra, bem como outras decorrentes de situações bastante específicas que possam ser aplicáveis no caso a caso.

Como exemplo, podemos nos ver diante de situações nas quais uma empresa internacional, com sociedades operacionais no Brasil atuando em diferentes linhas de negócios, decide se desfazer dos ativos no país e, na falta de um comprador único para adquirir todos os seus negócios no Brasil, opta por realizar vendas segregadas para diferentes compradores e em momentos distintos. O cenário pode ficar ainda mais complexo se os compradores tiverem nacionalidades diferentes e quanto maior for o período de tempo entre as vendas. Com isso, seriam celebrados múltiplos contratos de compra e venda, cada um com seus próprios termos e condições, inclusive aqueles aplicáveis à obrigação de indenizar, não necessariamente equivalentes ou que interajam entre si.

Para trazer ainda maior complexidade, é possível que, para viabilizar uma venda pulverizada, o grupo econômico do vendedor tenha que passar por uma reconfiguração (essencialmente mediante reorganizações societárias e cessões de contratos/ativos) para possibilitar a venda dos diferentes ativos operacionais para cada comprador em questão. Disso pode surgir uma série de situações de confusão das partes responsáveis por determinadas contingências e sucessão entre as entidades, uma vez antes do mesmo grupo econômico, mas segregadas e alienadas para grupos distintos. Nesse contexto, contratar uma solução que faça sentido e acomode as pretensões comerciais do vendedor e comprador, bem como que seja juridicamente consistente, pode exigir uma dose importante de esforço, criatividade, resiliência e, com certeza, concessões de parte a parte.

A situação apresentada é apenas uma de muitas que podem aparecer e trazer complexidades não inicialmente vislumbradas pelas partes contratantes quando do início de um processo de negociação de aquisição com estrutura de porteira aberta; como falamos no começo deste artigo, não é a estrutura internacionalmente mais popular, mas, certamente, é ainda a mais adotada em operações de M&A no mercado brasileiro.

10. Limitação de Jurisprudência e Arbitragem

Vale mencionar que o volume de jurisprudência específica a respeito de discussões de indenização no âmbito de operações de M&A no mercado brasileiro é limitado, o que nos parece refletir o fato de que a maior parte dessas discussões acontece em sede de arbitragem, que tem como um de seus atrativos justamente a confidencialidade – além de aspectos com celeridade e maior nível de especialização. Assim, ainda que os custos incorridos pelas partes em sede de arbitragem sejam substancialmente superiores aos incorridos em foro comum, é atribuído um maior nível de sofisticação e proteção das discussões, o que leva a maior parte do mercado à escolha da arbitragem.

Um precedente arbitral que ganhou ampla notoriedade na mídia no que tange à fixação de danos no âmbito de operações de M&A é um caso de 2007 da Asa Bionergy Holding AG, Adriano Ometto Agrícola Ltda. e Adriano Giannetti Dedini Ometto⁵. Nesse precedente, o competente contrato de compra e venda de ações previa a obrigação de indenizar do vendedor (Adriano Giannetti Dedini Ometto) à compradora (Asa Bionergy Holding AG) e a sociedades do grupo comprador (incluindo a sociedade adquirida) por prejuízos decorrentes de violação de declarações e garantias, descumprimento contratual e atos e fatos anteriores ao fechamento da transação.

Posteriormente ao fechamento da transação, dois processos de arbitragem foram iniciados nos quais a compradora alegou (i) a omissão e manipulação de informações pelo vendedor durante os processos de diligência legal e de negociação contratual, (ii) a falta de informação a respeito de eventos ocorridos (e não consentidos pela compradora nos termos contratuais) entre a assinatura dos contratos definitivos e o fechamento da transação, (iii) a violação de declarações e garantias, e (iv) o descumprimento de obrigações contratuais. Em termos gerais, o pleito de indenização foi resultado da convergência das alegações anteriores tendo como essência o fato de terem resultado na oferta de um preço de aquisição pela compradora baseado em premissas e estimativas irrealistas.

O precedente discutiu questões relacionadas à reparação integral, à ocorrência ou não de dolo na omissão e falta de determinadas informações e a lucros cessantes, tendo apresentado uma série de peculiaridades interessantes, a principal delas sendo o Superior Tribunal de Justiça ter negado a homologação de uma sentença arbitral estrangeira.

11. Bibliografia

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Sentença Estrangeira Contestada 9.412 – US. Rel. Min. Félix Fischer. Brasília, DF, 19.04.2017.

BRASIL. Lei 10.406, de 10 de janeiro de 2002.

1 Art. 927. Aquele que, por ato ilícito (arts. 186 e 187), causar dano a outrem, fica obrigado a repará-lo. Art. 186. Aquele que, por ação ou omissão voluntária, negligência ou imprudência, violar direito e causar dano a outrem, ainda que exclusivamente moral, comete ato ilícito.

Art. 944. A indenização mede-se pela extensão do dano.

2 Art. 421-A. Os contratos civis e empresariais presumem-se paritários e simétricos até a presença de elementos concretos que justifiquem o afastamento dessa presunção, ressalvados os regimes jurídicos previstos em leis especiais, garantido também que: I - as partes negociantes poderão estabelecer parâmetros

objetivos para a interpretação das cláusulas negociais e de seus pressupostos de revisão ou de resolução; II - a alocação de riscos definida pelas partes deve ser respeitada e observada; e III - a revisão contratual somente ocorrerá de maneira excepcional e limitada.

3 v. art. Art. 7º, XXIX, da Constituição Federal e art. 11, *caput*, do Decreto-Lei 5.452/43 (CLT).

4 v. art. 173, *caput*, da Lei 5.172/66 (CTN).

5 BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Sentença Estrangeira Contestada 9.412 - US. Rel. Min. Félix Fischer. Brasília, DF, 19.04.2017.