



AASP
Editora



AASP
80
anos

Revista do Advogado

Nº 158 | JUL | 2023

Fusões & Aquisições

Formatos usuais de preço em operações de M&A e seus efeitos para as demais condições contratuais.

Por Gyedre Palma Carneiro de Oliveira



Foto: Divulgação

GYEDRE PALMA CARNEIRO DE OLIVEIRA

Advogada. Bacharel em Direito pela Universidade de São Paulo (USP, 1996). Mestre em Direito (LL.M.) pela University of Michigan, EUA (1998). Mais de 25 anos de atuação nas áreas de Direito Societário, Fusões e Aquisições e Mercado de Capitais. Coordenação e atuação em grandes operações envolvendo companhias de capital aberto, fundos de investimento e grupos familiares. Conselheira do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN, 2022-2025). Membro do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC). Reconhecimento de posição de destaque em sua área de atuação por publicações especializadas, como Chambers & Partners, IFLR1000, Who's Who e Análise Advocacia.

Formatos usuais de preço em operações de M&A e seus efeitos para as demais condições contratuais.

SUMÁRIO

1. Introdução
2. Pagamento em dinheiro x Pagamento em bens
3. Pagamento à vista x Pagamento a prazo
4. *Earn-out*
5. Considerações finais

1. Introdução

A expressão “M&A” ou “fusões e aquisições” é utilizada no mundo jurídico e de negócios para se referir de forma genérica a operações envolvendo a combinação ou a compra e venda de negócios ou empresas, seja sob a forma de uma simples compra e venda de participações societárias ou ativos, seja por meio de estruturas mais complexas envolvendo, por exemplo, permutas, trocas de ações, capitalizações de dívida ou outras formas de reorganização societária, como incorporação ou fusão.

As negociações e acordos envolvidos nessas operações são complexas e incluem questões legais, econômicas, financeiras e de negócio. Independentemente da estrutura da operação, um dos temas negociais mais importantes é a atribuição de um valor à empresa ou negócio sendo adquirido ou combinado, com base no qual será fixado o preço a ser pago pelas participações societárias ou ativos a serem adquiridos ou combinados e a determinação da forma de pagamento desse preço.

A forma de pagamento do preço pode afetar significativamente a estrutura e as demais condições contratuais e negociais da operação, bem como a alocação de risco entre as partes, os incentivos para o desempenho pós-aquisição e a eventual necessidade de financiamento. Por exemplo, o pagamento em dinheiro à vista pode afetar a disponibilidade de caixa do comprador e as garantias e os mecanismos legais disponíveis a ele em caso de inadimplemento do vendedor, ao passo que o pagamento a prazo trará ao vendedor preocupações quanto ao risco de crédito do comprador e à correção dos valores a serem pagos ao longo do tempo.

Este artigo tem como objetivo discorrer sobre as formas e estruturas usuais de pagamento do preço em operações de M&A e seus efeitos sobre as demais condições contratuais e negociais, sob uma perspectiva jurídica e prática.

Os formatos usuais de pagamento do preço podem ser divididos em duas formas e três

estruturas básicas, a partir das quais podem surgir as mais diversas variações, dependendo das características específicas de cada operação e das partes envolvidas, quais sejam: (i) *formas*: pagamento em dinheiro ou em bens e (ii) *estruturas*: pagamento à vista, a prazo e condicionado (*earn-out*).

2. Pagamento em dinheiro x Pagamento em bens

2.1. Pagamento em dinheiro

O pagamento em dinheiro é a forma mais comum e simples de pagamento do preço em operações de M&A e consiste na transferência de dinheiro do comprador para o vendedor, por meio de uma ou mais transferências bancárias, dependendo da estrutura de pagamento acordada entre as partes.

A expressão “M&A” é utilizada para se referir a operações envolvendo a combinação ou a compra e venda de negócios ou empresas.

Quando se acorda que o pagamento será feito em dinheiro, as principais preocupações do vendedor a serem endereçadas na negociação e nos documentos da operação giram em torno de questões envolvendo a eventual correção do valor acordado no tempo, especialmente se há um descasamento de tempo muito longo entre a data em que o preço foi acordado entre as partes e a data de seu efetivo pagamento e o risco de crédito do comprador, caso o pagamento não seja feito à vista.

Por outro lado, as preocupações principais do comprador no pagamento do preço em dinheiro giram em torno de sua disponibilidade de caixa e custo de oportunidade, que, muitas vezes, são endereçadas na negociação por meio de mudança

na estrutura de pagamento, com parcelamento de valores ou previsão de pagamentos condicionados, como veremos mais à frente.

O pagamento em dinheiro pode, ainda, ser afetado por fatores externos, como as flutuações cambiais, no caso de pagamentos em moeda estrangeira ou com recursos vindos do exterior quando uma das partes for estrangeira. Para mitigar esses riscos, é comum que os contratos de M&A especifiquem a taxa de câmbio a ser utilizada para fins do pagamento e a alocação do risco de fechamento do câmbio.

2.2. Pagamento em bens

Embora o pagamento em dinheiro seja a forma mais simples de pagamento, ele também pode ser feito em bens, como o pagamento em ativos, direitos ou participações societárias. Cada uma dessas formas alternativas de pagamento apresenta vantagens e desvantagens, que devem ser cuidadosamente avaliadas pelas partes antes de serem escolhidas.

O pagamento em bens é frequentemente utilizado quando o comprador tem pouca disponibilidade de caixa ou dificuldade de acesso a linhas de financiamento razoáveis, por qualquer razão que seja. O pagamento em participações societárias também é uma forma pela qual o comprador e o vendedor se associam nas operações de fusão e incorporação.

De forma geral, as questões mais importantes a serem endereçadas pelas partes neste caso, tanto na negociação quanto na redação dos contratos da operação, são: a avaliação e as características dos bens a serem dados em pagamento, sua liquidez ou não, o risco de perda de valor, os direitos e obrigações atrelados a tais bens, especialmente no caso de participações societárias, os riscos inerentes ao recebimento de tais bens e sua alocação entre as partes, tais como passivos das sociedades cujas ações ou ativos serão dados em pagamento e riscos ambientais envolvidos no recebimento de um determinado imóvel ou planta industrial.

Dependendo das características específicas dos bens a serem recebidos, a negociação entre as partes para endereçar tais questões pode resultar em uma maior complexidade na estruturação da operação, inclusive com relação aos aspectos fiscais, indenizatórios e societários envolvidos.

Neste sentido, não é raro que operações de M&A envolvendo o pagamento em bens acabem sendo precedidas de reorganizações societárias ou tenham o contrato de compra e venda padrão desdobrado em instrumentos diversos que reflitam estruturas mistas de aquisição, como a combinação da compra e venda com aumentos de capital, incorporações ou incorporações de ações, de modo a viabilizar a entrega dos ativos acordados de uma forma mais eficiente tanto fiscal quanto societariamente.

Ademais, dependendo das características dos bens a serem recebidos, é comum que, além dos contratos de aquisição propriamente ditos, haja a negociação de contratos acessórios vinculados aos direitos e obrigações inerentes a tais bens, como acordos de acionistas, contratos de locação de longo prazo, entre outros.

Neste tópico, o pagamento em ações merece um destaque especial, uma vez que a utilização pelo comprador de suas próprias ações como forma de pagamento em operações de M&A é uma prática relativamente comum, especialmente quando se trata de operações envolvendo empresas cujas ações possuam liquidez no mercado ou que tenham grande potencial de valorização no futuro.

O pagamento em ações nesses casos oferece uma série de vantagens tanto para o comprador quanto para o vendedor.

Para o comprador, o pagamento em ações é uma forma de financiamento relativamente barata, pois não requer o desembolso de caixa. Já para o vendedor, o pagamento em ações pode ser uma forma de obter um prêmio adicional, caso as ações do comprador sejam recebidas com um desconto frente ao seu valor de mercado ou haja a perspectiva de

sua valorização no futuro por uma série de razões, incluindo as sinergias e demais benefícios auferidos com a própria aquisição da empresa objeto.

As ações podem, ainda, ser uma forma de manter o interesse e o envolvimento do vendedor no sucesso da empresa adquirida, já que ele se torna um acionista da compradora ou da nova empresa resultante da operação, sem contar que os frutos de tal participação (por exemplo, dividendos) podem ser utilizados como garantia contra eventuais obrigações assumidas pelo vendedor nos documentos da operação.

Por outro lado, o pagamento em ações também traz consigo uma série de riscos e desvantagens. Para o comprador, a diluição acionária pode ser uma preocupação, uma vez que a emissão de novas ações pode reduzir o valor das ações existentes ou afetar a estrutura de controle do comprador. Já para o vendedor, o pagamento em ações pode ser desvantajoso caso as ações do comprador sofram uma desvalorização no longo prazo, o que pode reduzir significativamente o valor do preço de compra inicialmente acordado.

As ações podem ser uma forma de manter o interesse e o envolvimento do vendedor no sucesso da empresa adquirida.

No caso de pagamento em ações, tanto o comprador quanto o vendedor precisam considerar a potencial participação do vendedor no capital social do comprador e quaisquer direitos e obrigações associados a essa participação, como direitos de voto ou de nomeação de membros da administração, regras quanto à transferência de ações, eventuais cláusulas de saída, não concorrência e confidencialidade na condição de acionistas.

Por óbvio, o pagamento em ações pode ser combinado com outras formas de pagamento,

como dinheiro ou outros ativos, de modo a tornar a operação mais atraente para ambas as partes.

Não há dúvidas de que uma operação envolvendo o pagamento do preço, seja total ou parcialmente, em bens, especialmente ações, tende a envolver questões e, por consequência, contratos e estruturas bem mais complexos do que aqueles envolvendo o simples pagamento em dinheiro, independentemente da estrutura de pagamento acordada.

3. Pagamento à vista x Pagamento a prazo

Basicamente, o preço em qualquer operação de M&A pode ser pago em uma única parcela à vista ou em duas ou mais parcelas ao longo do tempo. A escolha entre uma ou outra estrutura depende de uma série de fatores, como a capacidade financeira do comprador, o interesse das partes em concluir rapidamente o negócio, a atratividade da empresa objeto para o comprador e o mercado em geral, as características pessoais do vendedor e a percepção das partes quanto ao valor acordado.

Em princípio, o pagamento do preço à vista, no ato do fechamento da operação de M&A, beneficia o vendedor, que ficaria livre do risco de crédito do comprador após a transferência de sua participação na empresa objeto, além de poder livremente dispor do preço recebido de forma imediata; e não seria vantajoso ao comprador, na medida em que ele precisaria ter toda a disponibilidade de caixa no momento do fechamento e ainda negociar mecanismos alternativos para garantia de obrigações futuras assumidas pelo vendedor no contrato de compra e venda (exemplo: indenização por contingências do passado e não concorrência), como cartas de fiança, hipoteca, penhor ou alienação fiduciária de ativos, entre outros, cuja efetividade e rapidez dependerão do instrumento de garantia e dos ativos escolhidos.

Por tais razões, o pagamento à vista puro, ou seja, sem retenções, é mais comum em operações

envolvendo vendedores que sejam empresas de maior porte, boa reputação no mercado e com baixo risco de crédito e é raramente utilizado em operações envolvendo vendedores pessoas físicas ou empresas de menor porte ou com maior risco de crédito.

Vale ressaltar, no entanto, que, no âmbito da negociação do pagamento à vista, as partes podem acordar ainda (i) um desconto no preço de aquisição, que compensaria o comprador pelos riscos e inconvenientes adicionais dessa estrutura mais simples de pagamento e/ou (ii) o depósito de parte do valor em uma conta de garantia (*escrow*) junto a um banco de primeira linha, com o intuito de garantir o cumprimento, por parte do vendedor, de suas obrigações futuras assumidas no contrato de compra e venda, como as obrigações de indenização e de não concorrência, visando minimizar os efeitos do risco de crédito do vendedor.

O pagamento a prazo, por sua vez, pode trazer vantagens tanto para o comprador quanto para o vendedor.

Como é de se imaginar, uma das principais vantagens para o comprador no pagamento a prazo é a possibilidade de adquirir uma empresa sem ter que desembolsar todo o valor da aquisição de uma só vez, preservando assim seu caixa e o utilizando para outros fins, como investimentos em novos projetos, redução de dívida, distribuição de dividendos ou outros. Além disso, se a empresa adquirida gerar fluxo de caixa suficiente para pagar as parcelas do preço de aquisição, o comprador pode obter um retorno financeiro significativo com essa estrutura de pagamento.

O contrato de compra e venda pode prever a possibilidade de o comprador utilizar as parcelas vincendas como garantia de pagamento de obrigações pecuniárias do vendedor, como indenizações e multas por descumprimento de obrigações de não concorrência.

Como desvantagem, o comprador pode se ver obrigado a prestar garantias de pagamento das

parcelas vincendas, dependendo de seu risco de crédito, por meio de garantias reais, fianças ou seguros garantia.

Já para o vendedor, a principal vantagem do pagamento a prazo seria a possibilidade de obter um valor total de venda maior do que receberia em um pagamento à vista. Isso porque, ao aceitar um pagamento parcelado, o vendedor assume um risco de crédito pelo qual deve ser compensado. A lógica aqui é a mesma do desconto dado ao comprador no caso de pagamento à vista do preço, conforme mencionado anteriormente.

Além disso, o vendedor pode ter a opção de receber, além da correção monetária, juros sobre o valor do preço de aquisição parcelado, o que aumentaria seu retorno financeiro na operação e compensaria sua restrição à disponibilidade imediata de recursos para investimento em outros projetos.

Por outro lado, o vendedor fica sujeito ao risco de não receber todas as parcelas do preço de aquisição. Caso o comprador não honre as obrigações de pagamento, o vendedor pode ter que recorrer a medidas legais para receber o valor devido, o que pode levar tempo e aumentar os custos da operação.

Nesse caso, é comum que o vendedor exija a prestação de garantias de pagamento por parte do comprador, bem como a comprovação de sua solvência e capacidade financeira.

É importante destacar que, em um cenário de taxa de juros elevada, o pagamento a prazo pode se tornar menos atraente para ambas as partes. Isso porque os juros incidentes sobre as parcelas do preço de aquisição podem tornar a operação menos rentável ou até mesmo inviável, dependendo do valor total e das condições e estrutura da operação.

Entre as cláusulas contratuais de proteção do vendedor no pagamento a prazo, podemos destacar, além da prestação de garantias e de multas por atraso de pagamento, a aceleração das parcelas vincendas e/ou desoneração do vendedor de

alguma obrigação contratual importante em caso de atraso, bem como a retenção parcial da propriedade da empresa ou dos ativos vendidos até o pagamento integral do preço, para evitar que o comprador venda ou onere a propriedade antes de ter quitado o valor devido.

Teoricamente, a rescisão contratual com pagamento de multa e restituição da participação alienada ao vendedor também pode ser uma alternativa de remédio contratual nesse caso. No entanto, essa disposição traz como grande desvantagem o retorno ao vendedor do ativo adquirido em condições provavelmente muito diversas daquelas em que foi entregue ao comprador na data de fechamento, o que torna sua implementação prática muito complexa e dificilmente conciliável entre as partes negocialmente, de modo que é raramente vista em contratos dessa natureza.

Na definição e negociação da estrutura de pagamento, é fundamental que ambas as partes avaliem cuidadosamente as condições da operação e os riscos envolvidos antes de decidir pela estrutura mais adequada. Além disso, é recomendável que a operação seja documentada por um contrato bem elaborado, que estabeleça claramente as obrigações de pagamento, as garantias e os mecanismos de solução de conflitos, a fim de minimizar os riscos e garantir a segurança da operação.

4. Earn-out

O *earn-out* é uma estrutura de pagamento que prevê o pagamento ao vendedor de um valor contingente adicional, após o fechamento da operação, vinculado ao desempenho futuro da empresa adquirida.

Essa estrutura é geralmente utilizada quando há incerteza sobre o desempenho futuro da empresa objeto e divergências entre o comprador e o vendedor quanto ao valor dessa empresa para fins de determinação do preço de aquisição, sendo uma opção interessante para ambas as partes, já que

permite que o vendedor receba um preço mais alto pelo negócio, caso o desempenho futuro da empresa seja bom, e que o comprador reduza seu risco, condicionando o pagamento de uma parte do preço ao atingimento de determinadas metas de desempenho por parte da empresa adquirida.

Na definição e negociação da estrutura de pagamento, é fundamental que ambas as partes avaliem os riscos envolvidos.

Além disso, o *earn-out* se mostra uma opção interessante para operações envolvendo a aquisição de empresas de pequeno e médio porte, sendo muito comum em investimentos em *start-ups* e empresas de tecnologia ou de prestação de serviços em que, além das dificuldades em se chegar a um consenso quanto ao valor do negócio, conforme já colocado, a retenção e o desempenho dos vendedores como acionistas ou executivos da empresa adquirida, após o fechamento da operação, são de grande importância para a continuidade dos negócios no médio prazo.

O *earn-out* pode ser estruturado de diversas formas, sendo as mais comuns as que preveem o pagamento de um valor adicional com base em métricas de faturamento ou lucro da empresa adquirida, como o Ebitda. Dependendo do setor de atuação da empresa adquirida, o *earn-out* também pode ser atrelado a outras métricas, como número de clientes, taxa de crescimento, entre outras. No entanto, o ideal é que sejam métricas o mais objetivas possível e de fácil acompanhamento e aferição.

A definição e os mecanismos para acompanhamento e verificação do atingimento dessas métricas devem ser previstos de forma clara, objetiva e detalhada nos documentos da operação, a fim de evitar conflitos entre as partes.

A previsão de uma estrutura de comunicação eficiente entre as partes também é importante para que seja possível avaliar periodicamente o desempenho da empresa adquirida.

Um dos principais desafios do *earn-out* é o estabelecimento das metas, pois o vendedor terá todo o incentivo em fixar metas que sejam mais conservadoras, a fim de garantir seu atingimento e o recebimento dos valores acordados, e o comprador terá o incentivo oposto de fixar metas mais agressivas que justifiquem o pagamento do valor adicional acordado. De todo modo, o importante é que as metas estabelecidas sejam realistas, a fim de evitar a frustração das expectativas das partes.

Outros pontos importantes a serem considerados na negociação de uma cláusula de *earn-out*, principalmente pelo vendedor, são (i) a participação do vendedor no atingimento das metas, incluindo sua autonomia para tomar decisões de negócio, e (ii) os incentivos e/ou as garantias para que o comprador preste todo o suporte financeiro, comercial e administrativo à empresa adquirida, necessário para o atingimento das metas fixadas em contrato, especialmente em operações em que o comprador adquire o controle ou a totalidade do capital social da empresa objeto.

Neste sentido, são comuns cláusulas que preveem o pagamento do valor integral do *earn-out*, independentemente do atingimento das metas,

quando o comprador deixa de cumprir suas obrigações de suporte acordadas em contrato, como, por exemplo, a manutenção do vendedor como executivo da empresa adquirida durante o período de apuração das metas, o respeito a regras relacionadas a concorrência ou operações com partes relacionadas, dependendo da relação entre as atividades do comprador e da empresa adquirida.

5. Considerações finais

Diante das diversas opções de formas e estruturas de pagamento de preço em uma operação de M&A, é importante que os envolvidos no processo tenham um entendimento claro dos impactos que cada uma delas pode ter na estrutura da operação como um todo e nas demais condições negociais, sendo essencial a análise das particularidades de cada negócio, tais como o setor de atuação, a situação financeira das partes envolvidas e seus objetivos com a operação pretendida.

Do ponto de vista jurídico, é importante que as partes entendam claramente as vantagens e as desvantagens de cada forma e estrutura de pagamento disponível dadas as características específicas da operação e que os documentos da operação contemplem as disposições contratuais necessárias para garantir a efetividade da escolha feita, minimizando os riscos envolvidos. ●