

As Cláusulas de Earn-Out na Compra e Venda de Empresas

Earn-Out Clauses in M&A Agreements

JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES*

SUMÁRIO. §1 Aspectos Gerais: 1. Noção Preliminar; 2. Razão de Ser; 3. Funções Económicas; 4. Modalidades. Vantagens e Inconvenientes; 5. Distinção de Figuras Afins. §2 Elementos Constitutivos: 1. Preço da Compra e Venda de Empresa; 2. Eventos Condicionantes; 3. Período de “Earn-Out”. §3 Regime Jurídico: 1. Introdução; 2. Fontes; 3. Negociação e Formação; 4. Execução e Cumprimento. §4 Natureza Jurídica: 1. Aspectos Gerais; 2. Sua Natureza Condicional.

RESUMO: O presente estudo tem por objeto a análise do conceito, natureza e regime jurídicos das cláusulas dos contratos de compra e venda de empresa que condicionam a determinação do preço devido pelo comprador à verificação ou não verificação, durante um certo período posterior à conclusão do contrato, de um ou vários eventos futuros e incertos.

PALAVRAS-CHAVE: Earn-Out; M&A; Compra e Venda de Empresa; Preço

ABSTRACT: The present study aims to analyse the concept, nature, and legal regime of clauses of share purchase agreements that make the determination of the price payable by the buyer conditional upon the occurrence or non-occurrence, during a certain period following the conclusion of the contract, of one or more future and uncertain events.

KEYWORDS: Earn-Out; M&A; Share Purchase Agreements; Price

* Professor Associado da Escola do Porto da Faculdade de Direito da Universidade Católica Portuguesa. Orcid: <https://orcid.org/0000-0002-6116-0054>

§1 Aspetos Gerais

1. Noção Preliminar

I. Designa-se *cláusula de “earn-out”* a cláusula de um contrato de compra e venda de empresa através da qual as respetivas partes condicionam a determinação do preço devido pelo comprador à verificação ou não verificação, durante um certo período posterior à conclusão do contrato, de um ou vários eventos futuros e incertos.¹

II. Imagine-se o seguinte *exemplo*. Um jovem cientista constitui uma empresa para desenvolver protótipos de nanotecnologia destinados à criação de medicamentos inteligentes. Uma grande farmacêutica manifesta interesse em adquirir essa empresa: dado que o projeto empresarial, apesar de promissor, está ainda em fase de desenvolvimento e não possui um histórico de mercado, o comprador interessado não oferece um valor elevado. Em contrapartida, o empresário vendedor, de olhos postos no potencial desta tecnologia revolucionária, não aceita o valor oferecido. Em qualquer caso, as partes estão de acordo em que, dado o seu papel-chave na empresa, o empresário vendedor deveria continuar a gerir as operações desta mesmo após uma eventual venda. Dado que a avaliação da jovem empresa feita pelas partes está demasiado distante entre si, e de forma a ultrapassar este hiato, aquelas acordam celebrar um contrato de compra e venda nos termos do qual o vendedor permanecerá na gestão da empresa-alvo durante um determinado período após a venda, sendo uma parte do preço da venda determinado e pago em função do desempenho

¹ Sobre tais cláusulas, no direito português, vide CANDEIAS, H. Marques, *A Cláusula de Earn-Out nos Contratos de M&A*, in: XV “Revista de Direito das Sociedades” (2023), 245-274; ROCHA, F. Afonso, *A Aquisição de Empresas com Sujeição a Condições Suspensivas: Entre as Cláusulas Depreciativas e as Cláusulas de Revisão de Preço*, in: XI “Revista de Direito das Sociedades” (2019), 395-428; SÁ, F. Oliveira, *A Determinação Contingente do Preço de Aquisição de uma Empresa Através de Cláusulas “Earn-Out”*, in: Câmara, Paulo (coord.), “Aquisição de Empresas”, 401-415, Coimbra Editora/Wolters Kluwer, Coimbra, 2011. O tema tem sido também abordado em diversos estudos relativos às operações de aquisição de empresas: entre outros, vide CALDAS, C. Freitas, *Share Deals: Compra e Venda de Participações Sociais*, 47 e ss., Diss., Lisboa, 2013; CORDEIRO, M. Beatriz, *As Cláusulas de Variação de Preço na Aquisição de Empresas*, 39 e ss., Diss., Lisboa, 2019; GOMES, A. Alves, *A Aquisição Indireta de Empresas – Share Deal*, 66 e ss., Diss., Lisboa, 2020; GOMES, J. Ferreira, *M&A – Aquisição de Empresas e de Participações Sociais*, 287 e ss., AAFDL, Lisboa, 2022; PIRES, C. Monteiro, *Cláusula de Preço Fixo, de Ajustamento de Preço e de Alteração Material Adversa, e Cláusula de Força Maior*, 81 e ss., in: 80 “Revista de Direito das Sociedades” (2020), 73-93.

económico que a empresa vier a registar nesse período, aferido pela consecução de determinados indicadores ou metas convencionados no contrato.

III. A *origem história* das cláusulas de “earn-out” remonta ao fim da primeira metade do séc. XX. Malgrado existissem já referências à figura nas décadas anteriores², uma das primeiras operações envolvendo “earn-outs” com relevo mediático ocorreu em 1985, com a compra e venda da “Bradjas, Corp.”, uma holding sediada na Califórnia, que fez uma oferta de quatro milhões de dólares pela aquisição da “Cypress Electronics”, um distribuidor de componentes eletrónicos.³

IV. O *relevo prático* destas cláusulas é inequívoco. De acordo com um inquérito internacional relativo às operações de M&A realizado pela “Grant Thornton” em 2017, os “earn-outs” são utilizados em cerca de 40% dos contratos de aquisição de participações societárias (“share purchase agreements”), sendo ainda de sublinhar que, de acordo com os advogados envolvidos nessas operações, se trata de uma das cláusulas cuja negociação é mais demorada e que é fonte de um maior número de conflitos após a operação.⁴

V. Apesar da origem anglo-saxónica que a sua designação denuncia⁵, as cláusulas “earnout” tornaram-se frequentes *na “praxis” contratual das operações de fusão e aquisição de empresas (“M&A”)* um pouco por todo o mundo, aí incluídos os países europeus, entre os quais a Alemanha (“Earn-Out Klauseln”)⁶, a França

² Numa das obras clássicas sobre as operações de M&A, James FREUND refere-se, algo jocosamente, a tais cláusulas como um mecanismo capaz de “lançar uma ponte que una o espaço de negociação que separa um vendedor que crê que a sua empresa vale mais do que o seu historial de lucros justifica e um comprador proveniente do Missouri” (*Anatomy of a Merger: Strategies and Techniques for Negotiating Corporate Acquisitions*, 205, Law Journal Seminars Press, New, York, 1975).

³ Sobre este caso, vide FRASER, J. Andresky, *Using Earn-Out Agreement*, INC, 1990, disponível em <https://www.inc.com/magazine/19911001/4908.html>.

⁴ *A Smarter Way to Get Deals Done – International Survey on Sale and Purchase Agreements*, 15 e s., London, 2017.

⁵ A literatura anglo-saxónica sobre o tema é inesgotável. Entre as obras gerais sobre fusões e aquisições que se referem a tais cláusulas, vide GEVURTZ, Franklin/SAUTER, Christina, *Mergers and Acquisitions*, 35 e ss., West Academic, St. Paul, 2018.

⁶ BAUMS, Theodor, *Ergebnisabhängige Preisvereinbarungen in Unternehmenskaufverträgen (“Earn-Outs”)*, in: 25 “Der Betrieb” (1993), 1273-1276; DRYGALA, Tim/WÄCHTER, Gerhard, *Kaufpreisanpassungs- und Earnout-Klauseln in M&A Transaktionen*, Beck, München, 2016; HILGARD, Mark, *Earn-Out-Klauseln beim Unternehmenskauf*, in: 48 “Betriebs-Berater” (2010), 2912-2919; KOTZENBAUER, Jörg, *Variable Kaufpreisgestaltung durch Earn-Out-Klauseln in Unternehmenskaufverträgen*, Norderstedt, Grin Verlag, 2014; SCHRÖDER, Marcel, *Risiken, Funktionen und rechtliche Grenzen von Earn-Out-Klauseln*, Grin

(“clauses d’earn out”)⁷, a Itália (“clausole di earn out”)⁸, e a Espanha (“clausulas de earn-out”).⁹

VI. A *terminologia* é variiegada nos ordenamentos jurídicos europeus. A expressão originária anglo-saxónica – além de obedecer a grafias diferentes¹⁰ – tem um significado densificado que não é suscetível de uma tradução literal direta: trata-se de uma cláusula que permite ao vendedor receber ou “ganhar” valores adicionais a título de preço da compra e venda (“earn”) que tomam por base o desempenho de uma empresa mesmo após esta ter deixado lhe pertencer (“out”).

Verlag, Norderstedt, 2017; VISCHER, Markus, *Earn Out-Klauseln in Unternehmenskaufverträgen*, in: 98 “Schweizerische Juristen-Zeitung” (2002), 509-517; VON BRAUNSCHWEIG, Phillip, *Variable Kaufpreisklauseln in Unternehmenskaufverträgen*, in: “Der Betrieb” (2002), 1815-1818; WESCH, Frederik, *Material Adverse Change- und Earn-Out-Klauseln in Unternehmenskaufverträgen*, Verlag Kovac, 2023.

⁷ ANNÉREAU, Dominique, *Le Complément de Prix dans les Cessions de Droits Sociaux (Ou Clause d’Earn-Out)*, Diss., Paris, 2015; BERTREL, Jean-Pierre/BERTREL, Marina, *Le Complément de Prix de Cession ou «Earn-Out»*, in: 175 “Droit et Patrimoine” (2008), 44-52; COURET, Alain, *Les Clauses d’Earn Out dans la Jurisprudence*, in: 3 “Revue des Sociétés” (2010), 165-170; CONSTANTIN, Alexis, *Mobilisation des Droits Sociaux: Précisions sur le Régime des Clauses de Complément de Prix dans les Cessions de Droits Sociaux, Dites Clauses d’Earn Out*, in: 1 “Revue Trimestrielle de Droit Commercial” (2012), 129-134; DOM, Jean-Philippe, *Défense du Cédant Bénéficiaire d’Une Clause d’Earn-Out*, in: 3 “Revue des Sociétés” (2010), 162-165; MARGET, Isabelle/BRIAN, Guillaume, *Acquisition de Sociétés Innovantes et Clauses d’Earn Out*, in: “Fusions & Acquisitions Magazine” (2018), 53-57; SAINTOURENS, Bernard, *L’Efficacité de la Clause d’«Earn-Out» à l’Épreuve du Droit Commun des Contrats*, in: 10 “Revue des Sociétés” (2022) 546-55.

⁸ ACCORNERO, Andrea, *Le Clausole di Earn-Out nei Contratti di Compravendita di Partecipazioni Societarie*, in: 10 “Le Società – Rivista di Diritto e Pratica Commerciale Societaria e Fiscale” (2017), 1077-1097; CROSIO, Stefano/GREGORI, Claudia, *Acquisizione di Società ad Elevato Contenuto Tecnologico: Clausole di Earn-out e Dichiarazioni e Garanzie del Venditore*, in: 16(3) “Contratto e Impresa” (2000), 1109-1123; DE LUCA, Nicola/SCHIAVOTTIELLO, Fabio, *Cessione di Partecipazioni a Prezzo Simbolico e Clausole di Earn-Out*, in: 11 “Le Società” (2021), 1214-1218; PENZO, Giovanni, *Earn-Out e Dintorni*, in: 38 “Le Società” (2019), 822-826; POMERO, Federica/DI BARI, Francesco, *Le Clausole di Earnout nei Contratti di Compravendita di Azioni*, in: “Diritto Bancario” (2024), 1-14; SCIORTINO, Andrea/MICHELINI, Federico, *Il Prezzo nei Contratti di Acquisizione: Locked Box, Aggiustamento ed Earn-Out*, in: 3 “I Contratti – Rivista di Dottrina, Giurisprudenza e Pratiche Contrattuali Nazionali e Internazionali, Arbitrato e Mediazione” (2023), 323-338.

⁹ CABRALES, J. María, *Cláusulas de Earn-Out en Operaciones de Compraventa de Empresa: Herramienta Eficaz para Minimizar el Riesgo en Transacciones*, in: “Diario La Ley” (2024), n.º 10605, 1-5; MORENO, J. Martí/BOIX, D. Guerrea, *El Earn Out y la Eventual Problemática del Precio Variable en Operaciones M&A*, in: “Diario La Ley” (2018), n.º 9169, 1-12; ZORITA, L. Borreo, *Reflexiones sobre los “Earn-Outs” en Operaciones de M&A y Algunos Supuestos Específicos de Aplicación*, in: 15 “Revista Lex Mercatoria” (2020), 64-74.

¹⁰ Na literatura anglo-saxónica, existem duas grafias possíveis: “earn-out” e “earnout”, optando-se aqui pela primeira, de longe a mais frequente na Europa.

Daí que, nos sistemas continentais, sejam também frequentemente denominadas como “cláusulas de preço contingente”¹¹, girando ainda sob outras designações autóctones tais como “cláusulas de preço variável”¹² ou “cláusulas de complemento de preço”¹³. Doravante, designá-las-emos indistintamente como *cláusulas de “earn-out”* ou *cláusulas de preço contingente*.

2. Razão de Ser

I. A compra e venda das empresas é um fenómeno jurídico-económico quase tão velho como o da própria empresa: com efeito, como referimos num estudo sobre a matéria, “pode dizer-se que a empresa nasceu, de um certo modo, condenada a circular e a mudar de mãos”.¹⁴

II. Tal como sucede com qualquer compra e venda em geral, a determinação do preço constitui o aspeto estratégico dos contratos de compra e venda empresarial¹⁵. O preço contratual resulta de um processo de negociação entre as partes, assente em juízos de prognose que cada uma delas faz sobre o valor da

¹¹ Trata-se da designação alternativa mais corrente em Portugal (SÁ, F. Oliveira, *A Determinação Contingente do Preço de Aquisição de uma Empresa Através de Cláusulas “Earn-Out”*, in: “Aquisição de Empresas”, 401-415, Coimbra Editora/Wolters Kluwer, Coimbra, 2011). Mas ela é também utilizada noutros países de língua portuguesa – por exemplo, no Brasil (cf. BUSCHINELLI, G. Kik, *Cláusula de Determinação Contingente do Preço (Earn Out) na Compra e Venda de Participações Societárias*, in: Lamachia, C. (coord.), “Estudos de Direito Empresarial”, 171-197, Ordem dos Advogados do Brasil, Brasília, 2019) – e até nos próprios países anglo-saxónicos – cf. TANNENBAUM, Fred, *How to Structure Contingent Purchase Price Provisions (Earnouts)*, in: “The Practical Lawyer” (2010), June, 33-43.

¹² BUSSO, Donatella/DEVALLE, Alain, *I Pagamenti Variabili e Differiti nell’Acquisto di Pacchetti Azionari: Gli Earn Out*, in: 6 “Società & Contratti, Bilanci & Revisione” (2019), 71-77; KOTZENBAUER, Jörg, *Variable Kaufpreisgestaltung durch Earn-Out-Klauseln in Unternehmenskaufverträgen*, Norderstedt, Grin Verlag, 2014.

¹³ ANNÉREAU, Dominique, *Le Complément de Prix dans les Cessions de Droits Sociaux (Ou Clause d’Earn-Out)*, Diss., Paris, 2015.

¹⁴ ANTUNES, J. Engrácia, *A Empresa como Objecto de Negócios – “Asset Deals” versus “Share Deals”*, 716, in: 68 “Revista da Ordem dos Advogados” (2008), 715-793.

¹⁵ “A determinação do preço é o passo mais importante no processo de compra e venda de empresas” (GOMES, J. Ferreira, *M&A – Aquisição de Empresas e de Participações Sociais*, 217, AAFDL, Lisboa, 2022). Também assim, noutros quadrantes, Florian KÄSTLE e Dirk OBERBRACHT, para quem as “as estipulações relativas ao preço da empresa alvo são o aspeto central dos acordos de compra e venda” (*Unternehmenskauf – Share Purchase Agreement*, 49, Beck, München, 2005); ou L. Zordan PIVA, para quem “o mecanismo do preço acaba sendo a principal cláusula que se distingue das demais por conta da sua substancial variação em cada operação de compra e venda de empresa” (*O Earn-Out na Compra e Venda de Empresas*, 61, Quartier Latin, São Paulo, 2019).

empresa negociada. Dado que a empresa constitui um bem jurídico complexo cuja avaliação depende de uma pluralidade de fatores (v.g., tipo de empresa, métodos de avaliação) e dado que tal juízo se desenvolve num estado de incerteza (v.g., projeções de ganhos e perdas futuros, evolução do mercado nacional e internacional, preferências dos consumidores, investimentos alternativos), é frequente que comprador e vendedor testemunhem visões diferentes e até divergentes quanto ao valor da empresa negociada: é o chamado “*valuation gap*”, o qual acaba assim também por se traduzir usualmente numa diferença entre o preço que o vendedor espera obter e o preço que o comprador está disposto a pagar. Este hiato valorativo pode naturalmente comprometer o consenso negocial necessário ao próprio negócio aquisitivo, sempre que a divergência relativamente ao valor da empresa e ao preço do negócio não tenha sido ultrapassada com sucesso.¹⁶

III. As cláusulas de “*earn-out*” são cláusulas tipicamente destinadas a ultrapassar o impasse gerado por este hiato ou fosso valorativo, permitindo estabelecer uma *ponte* (“*bridge the gap*”) entre as partes de um contrato de compra e venda empresarial – tipicamente um *comprador pessimista ou “cético”* e um *vendedor otimista ou “entusiasta”*¹⁷ –, tornando assim possíveis ou “salvando” contratos de outro modo inviáveis¹⁸. Com vista à obtenção do necessário consenso negocial relativo ao preço contratual, as partes acordam postergar a determinação do preço da empresa adquirida, “*remetendo*”¹⁹ ou “*empurrando*”²⁰

¹⁶ No processo negocial, é frequente que as partes, no lugar de indicarem um único valor fixo, apresentem intervalos de valor dentro dos quais o preço aquisitivo poderá vir a ser futuramente fixado: esse consenso negocial não será possível caso tais intervalos não se sobreponham sequer secantemente, ou seja, sempre que o limite mínimo do intervalo do vendedor seja superior ao limite máximo do intervalo do comprador (GOMES, J. Ferreira, *M&A – Aquisição de Empresas e de Participações Sociais*, 221, AAFDL, Lisboa, 2022).

¹⁷ Na sugestiva formulação de Mark GUNDERSEN, “to bridge the gap between the seller’s rosy forecast and the buyer’s healthy skepticism” (*Seller, Beware: In an Earnout, the Buyer Has Doubts; the Seller Has Hopes*, 49, in: 14(4) “*Business Lawyer Today*” (2005), 49-53).

¹⁸ Para utilizar a expressão de Michael FRANKEL, *Save That Deal Using Earn-Outs*, in: 16(2) “*Journal of Corporate Accounting & Finance*” (2005), 21-25.

¹⁹ Assim Judith MARTINS-COSTA, quando define o “*earn-out*” como “forma de pagamento pelo qual uma parcela de preço de determinado bem é *remetida* para o futuro, estando sujeita em sua existência e determinação a certas condições previamente estabelecidas pelas partes contratantes” (*Contrato de Cessão e Transferência de Quotas – Acordo de Sócios – Pactuação de Parcela Variável do Preço Contratual Denominada Earn Out – Características e Função (“Causa Objectiva”) do Earn Out*, 156, in: 11 “*Revista de Arbitragem e Mediação*” (2012), 153-188).

²⁰ Assim C. Monteiro PIRES, quando afirma que “as cláusulas de *earn-out*” apresentam o facto de deixarem a determinação do preço de aquisição para um momento posterior ao da celebração do

a fixação do preço final para um momento posterior à própria aquisição: assim, para além de um montante pecuniário certo pago no momento da conclusão do contrato (“preço base”), o comprador vincula-se ainda a pagar ao vendedor um montante adicional se e na medida em que a empresa adquirida venha a atingir certas metas económicas, comerciais ou outras durante um determinado período de tempo após aquela conclusão (“preço contingente” ou “earn-out”).

IV. Numa palavra – para tomar aqui emprestada a expressão que titula um dos mais conhecidos estudos nesta temática²¹ – as partes *acordam que estão em desacordo* (quanto ao valor da empresa) e, não obstante, *que irão fechar o negócio* (distribuindo o risco do preço).

3. Funções Económicas

I. Esta origem e “ratio” fundamental torna assim evidente a função económica primordial das cláusulas “earn-out”: *a distribuição do risco do preço nos contratos de compra e venda da empresa*.

II. Por definição, o *risco* é inerente a qualquer contrato, já que nestes sempre as partes trocam um presente certo (ou conhecido) por um futuro incerto (ou desconhecido).²²

Todavia, nos contratos de compra e venda de empresa, o risco inerente a essa incerteza é exacerbado pela complexidade das variáveis macro e microeconómicas de que depende o cálculo do valor da empresa, suscetível de gerar visões divergentes das partes: por regra, o vendedor possuirá uma expectativa de crescimento e valorização da empresa no médio e longo-prazo, a qual, apesar de não ser objetivamente demonstrável no momento da conclusão do contrato, ele pretende ver refletida no preço contratual; por sua vez, o comprador, não dispondo no momento da celebração contratual das garantias necessárias sobre esse potencial de crescimento e rentabilidade da empresa, apenas está disposto a pagar esse preço após a efetiva realização desse potencial, mediante a consecução

contrato, *empurrando*, assim, a sua fixação final para um momento que as partes entendem refletir o valor da empresa adquirida” (*M&A: Riscos e Algumas Cláusulas Controversas*, 375, in: AA.VV., “Riscos no Direito Privado e na Arbitragem”, 367-400, Almedina, Coimbra, 2023).

²¹ KOHER, Ninon/ANG, James, *Earnouts in Mergers: Agreeing to Disagree and Agreeing to Stay*, in: 73(3) “Journal of Business” (2000), 445-476.

²² Assim, por exemplo, num simples contrato de compra e venda, o risco de perecimento da coisa sem culpa do vendedor é transferido para os ombros do comprador mesmo antes de este a ter recebido (art. 796.º, n.º 1 do CCivil). Cf. HENSSLER, Martin, *Risiko als Vertragsgegenstand*, Mohr, Tübingen, 1994.

ção de certos objetivos ou metas associados ao respetivo desempenho económico- financeiro ou comercial.

Ou seja: ao passo que o *vendedor* não quer correr o risco de vender a empresa por um *preço inferior* ao seu valor real, o *comprador* não quer correr o risco de a comprar por um *preço superior* a esse valor.

III. Este problema da *distribuição do risco* é notório relativamente a certos tipos de empresas, que se mostram especialmente propensas à introdução deste tipo de cláusulas ou mecanismos de preço nos respetivos negócios aquisitivos. Tal o caso das *empresas novas*, com modelos de negócios escaláveis e promissores (“startups”), que não possuem ainda um “track record” de negócio em mercado que permita realizar com segurança projeções sobre o seu desempenho e resultados futuros; das *empresas tecnológicas* que produzem bens ou prestam serviços inovadores ainda em fase de desenvolvimento ou com comercialização incipiente (v.g., patentes tecnológicas, medicamentos, “software”); ou ainda das empresas cuja rentabilidade está intimamente dependente das *capacidades do próprio empresário vendedor* ou de um círculo restrito de clientes.²³

IV. Em suma, a principal função da cláusula “earn-out” é a de permitir às partes *distribuir ou repartir o risco de preço associado aos negócios aquisitivos da empresa*²⁴. Ao condicionar ou indexar uma parcela do preço da aquisição ao

²³ Sobre o relevo dos mecanismos de “earn-out” no domínio da aquisição de “startups” tecnológicas, vide ROCHA, F. Afonso, *A Aquisição de Empresas com Sujeição a Condições Suspensivas*, 405, in: XI “Revista de Direito das Sociedades” (2019), 395-428; SÁ, F. OLIVEIRA, *A Determinação Contingente do Preço de Aquisição de uma Empresa Através de Cláusulas “Earn-Out”*, 403, in: “Aquisição de Empresas”, 401-415, Coimbra Editora/Wolters Kluwer, Coimbra, 2011; noutros quadrantes, vide BAUMS, Theodor, *Ergebnisabhängige Preisvereinbarungen in Unternehmenskaufverträgen (“Earn-Outs”)*, 1273, in: 25 “Der Betrieb” (1993), 1273-1276; CROSIO, Stefano/GREGORI, Claudia, *Acquisizione di Società ad Elevato Contenuto Tecnologico: Clausole di Earn-out e Dichiarazioni e Garanzie del Venditore*, 1109 e ss., in: 16(3) “Contratto e Impresa” (2000), 1109-1123.

²⁴ Trata-se de uma opinião muito divulgada na doutrina aquém e além-fronteiras: “No caso em que a cláusula de «earn-out» associa o cálculo do preço aos resultados futuros da empresa-alvo, a cláusula comporta uma distribuição muito própria do risco relativo à correspondência entre o valor da empresa transmitida e o preço” (CANDEIAS, H. Marques, *A Cláusula de Earn-Out nos Contratos de M&A*, 259, in: XV “Revista de Direito das Sociedades” (2023), 245-274); “A cláusula de «earn out» tem sua principal função económica na redução dos riscos de avaliação da sociedade-alvo” (CONTI, A. Nunes/VON ADAMEK, M. Vieira, *A Cláusula de Earn-Out (Parcela Contingente do Preço) em Aquisições de Empresas no Direito Brasileiro*, 8, in: 8(2) “Res Severa Verum Gaudium” (2023), 4-25); “Os contratos de “earn-out” funcionam como mecanismos de redução do risco, que protegem contra o risco de pagar demais pela empresa-alvo” (KOHER, Ninon/ANG, James, *Earmouts in Mergers: Agreeing to Disagree and Agreeing to Stay*, 447, in: 73(3) “Journal of Business” (2000), 445-476); “O «earn-out» [...] tem como objetivo alinhar as expectativas das partes quanto ao valor da empresa, trazendo para

desempenho ou aos resultados futuros da empresa, nem o vendedor terá de abdicar do preço correspondente às suas expectativas sobre o valor económico da empresa, nem o comprador terá de pagar por expectativas que acabaram por não se confirmar. Permite-se assim uma distribuição mais equitativa e eficiente dos riscos associados à indeterminação do preço contratual: o comprador protege-se contra o risco de pagar à cabeça um preço superior ao valor real da empresa (“sobrepagamento”), já que apenas terá de desembolsar pagamentos adicionais se e na medida em que a empresa adquirida vier a atingir determinadas “performances” no futuro; e o vendedor protege-se contra o risco de alienar a empresa a um preço inferior a esse valor (“subpagamento”), dado que, para além do preço fixo inicial, assegura o encaixe de outros pagamentos adicionais, uma vez mais se e na medida em que tais “performances” sejam atingidas.

V. Para além desta função nuclear típica, as cláusulas de “earn-out” possuem ainda outras *funções complementares, ancilares e secundárias* – as quais variam naturalmente de caso a caso, sendo a sua existência e alcance determinados pelo sentido da cláusula a obter nos termos gerais da interpretação dos negócios jurídicos.

Entre elas, podem referir-se a prevenção e mitigação dos riscos de *assimetria informativa*, esconjurando o perigo de o vendedor na fase pré-contratual ocultar informações sobre a empresa vendida que são relevantes para a fixação do preço (“maxime”, informação a que o comprador não teve acesso no âmbito da “due diligence”)²⁵; a promoção de um maior *alinhamento dos interesses* das partes, cujas expectativas confluem assim no interesse comum da “performance” futura da empresa visada, de que depende, a um tempo, o interesse do vendedor ao recebimento do maior preço e o interesse do comprador ao do maior lucro e

a verificação do preço dados objetivos correspondentes à realidade das atividades da empresa” (PIVA, L. Zordan, *O Earn-Out na Compra e Venda de Empresa*, 30, Quartier Latin, São Paulo, 2019); “A previsão de um mecanismo de «earn-out» [...] permite uma mais equilibrada alocação do risco associado ao valor da empresa-alvo” (SCIORTINO, Andrea/MICHELINI, Federico, *Il Prezzo nei Contratti di Acquisizione: Locked Box, Aggiustamento ed Earn-Out*, 333, in: 3 “I Contratti – Rivista di Dottrina, Giurisprudenza e Pratiche Contrattuali Nazionali e Internazionali, Arbitrato e Mediazione” (2023), 323-338); “O motivo destas cláusulas reside na superação das perspetivas divergentes das partes sobre o preço da empresa a adquirir” (VISCHER, Markus, *Earn Out-Klauseln in Unternehmenskaufverträgen*, 510, in: 98 “Schweizerische Juristen-Zeitung” (2002), 509-517).

²⁵ Sobre a redução dos riscos da assimetria informativa, vide CANDEIAS, H. Marques, *A Cláusula de Earn-Out nos Contratos de M&A*, 256, in: XV “Revista de Direito das Sociedades” (2023), 245-274; SCHRÖDER, Marcel, *Risiken, Funktionen und rechtliche Grenzen von Earn-Out-Klauseln*, 5, Grin Verlag, Norderstedt, 2017; VISCHER, Markus, *Earn Out-Klauseln in Unternehmenskaufverträgen*, 510, in: 98 “Schweizerische Juristen-Zeitung” (2002), 509-517.

rentabilidade²⁶; o *financiamento do comprador*, dado que, sendo o eventual preço adicional contingente apenas exigível após o negócio aquisitivo, se possibilita àquele financiar essa compra através dos próprios resultados futuros gerados pela empresa adquirida²⁷; e o *incentivo do vendedor*, especialmente nos casos, não incomuns, em que as partes tenham acordado a manutenção daquele na gestão da empresa com vista a assegurar o respetivo empenho e aproveitar os seus conhecimentos e “know-how” durante o período de “earn-out”.²⁸

4. Modalidades. Vantagens e Inconvenientes

I. Como é próprio dos contratos comerciais em geral, e dos contratos de compra e venda de empresa em particular, dominados que são pela autonomia privada (art. 405.º do CCivil, art. 3.º do CCom), as cláusulas de “earn-out” podem revestir uma enorme diversidade de variantes concretas, que apenas a “praxis” negocial pode ajudar a desvelar.²⁹

II. Entre a enorme panóplia de *modalidades* recenseadas na doutrina e jurisprudência, tais cláusulas podem ser *diretas ou indiretas*, consoante digam respeito a contratos de compra e venda empresarial direta (“assets deals”) ou, como é

²⁶ Sobre a promoção do alinhamento dos interesses das partes, CANDEIAS, H. Marques, *A Cláusula de Earn-Out nos Contratos de M&A*, 256, in: XV “Revista de Direito das Sociedades” (2023), 245-274; BUSCHINELLI, G. Kik, *Compra e Venda de Participações Societárias de Controle*, 177, Diss., São Paulo, 2017.

²⁷ Daí a frequente utilização destas cláusulas em operações de “private equity”. Sobre esta função de financiamento do comprador, vide CANDEIAS, H. Marques, *A Cláusula de Earn-Out nos Contratos de M&A*, 257, in: XV “Revista de Direito das Sociedades” (2023), 245-274; HILGARD, Mark, *Earn-Out-Klauseln beim Unternehmenskauf*, 2913, in: 48 “Betriebs-Berater” (2010), 2912-2919; PIVA, L. Zordan, *O Earn-Out na Compra e Venda de Empresa*, 77 e 98, Quartier Latin, São Paulo, 2019.

²⁸ Falando a este respeito de uma “passagem do testemunho” do vendedor ao comprador, vide POITRINAL, François-Denis/PAROT, Jean Claude/REIG, Phillipe, *Cessions d’Entreprise: Les Conventions d’Earn Out*, 18, in: “Droit des Sociétés – Actes Pratiques” (1998), 5-22. Sobre esta função ancilar, vide CANDEIAS, H. Marques, *A Cláusula de Earn-Out nos Contratos de M&A*, 256, in: XV “Revista de Direito das Sociedades” (2023), 245-274; ZORITA, L. Borreo, *Reflexiones sobre los “Earn-Outs” en Operaciones de M&A*, 69, in: 15 “Revista Lex Mercatoria” (2020), 64-74.

²⁹ Trata-se de uma asserção frequente. Assim BRIAN QUINN: “O conteúdo das cláusulas “earnout” é extremamente heterogéneo, variando de caso para caso” (*Putting Your Money Where Your Mouth Is: The Performance of Earnouts in Corporate Acquisitions*, 134, in: 81 “University of Cincinnati Law Review” (2013), 127-172). Entre nós, C. Monteiro PIRES: “A verdade é que uma cláusula de um contrato de aquisição de empresas e que genericamente se designe por «earn-out» pode apresentar configurações muito distintas, não sendo possível um enquadramento jurídico da matéria sem uma prévia e detalhada interpretação das estipulações negociais” (*M&A: Riscos e Algumas Cláusulas Controversas*, 376, in: AA.VV., “Riscos no Direito Privado e na Arbitragem”, 367-400, Almedina, Coimbra, 2023).

mais comum, indireta (“share deals”)³⁰; podem ser *totais* ou *parciais*, ou seja, respeitar a todo o preço da compra e venda ou, como também é mais comum, corresponder apenas a uma parte do preço global³¹; podem ser *positivas ou negativas*, consoante impliquem um aumento do preço-base do negócio em favor do vendedor ou, mais raramente, uma redução desse preço em favor do comprador³²; podem ser *económico-financeiras ou comerciais*, consoante os pagamentos de preço contingente tomam por referência ou parâmetro metas relativas ao desempenho económico-financeiro (“maxime”, lucros sociais) ou ao desempenho comercial ou operacional (v.g., produtos vendidos ou serviços prestados) da empresa-alvo³³; podem ser *binárias ou incrementais*, consoante o cálculo dos montantes devidos se encontram indexados a sistemas fixos ou binários (v.g., “tudo ou nada”, blocos de preço, “lockstep”) ou a sistemas móveis ou incrementais (v.g., percentagem de determinada meta); podem ser de *curto, médio ou longo prazo*, consoante a duração do período temporal posterior à conclusão do negócio destinado à aferição dos eventos condicionantes (período de “earn-out”)³⁴; e podem ser *colaborativas ou simples*, consoante preveem ou não a manutenção ou permanência do vendedor na gestão da empresa vendida durante um determinado período posterior à venda, usualmente o período de “earn-out”.³⁵

III. As cláusulas de “earn-out” podem ser fonte de diversas *vantagens e inconvenientes* para os sujeitos de um contrato de compra e venda de empresa – as quais, todavia, apenas poderão ser apuradas, em definitivo, perante cada cláusula em concreto, tomando em conta o contexto negocial global.³⁶

³⁰ ANTUNES, J. Engrácia, *A Empresa como Objecto de Negócios – “Asset Deals” versus “Share Deals”*, 773, in: 68 “Revista da Ordem dos Advogados” (2008), 715-793; CANDEIAS, H. Marques, *A Cláusula de Earn-Out nos Contratos de M&A*, 247, in: XV “Revista de Direito das Sociedades” (2023), 245-274. Sobre tal questão, vide *infra* § 2.1 (II).

³¹ Sobre tal questão, vide *infra* § 2.1 (III).

³² São as chamadas cláusulas de “reverse earn-out”: sobre tal modalidade especial, vide *infra* § 2.2 (III).

³³ Sobre os diferentes tipos de eventos condicionantes (“trigger events”), vide *infra* § 2.2.

³⁴ Sobre os modelos de duração do período de “earn-out”, vide *infra* § 2.3 (II).

³⁵ Sobre a permanência do vendedor na gestão da empresa-vendida, vide *infra* § 3.5 (II).

³⁶ Sobre tais vantagens e desvantagens, para várias latitudes, vide, na Alemanha, HILGARD, Mark, *Earn-Out-Klauseln beim Unternehmenskauf*, 2913 e s., in: 48 “Betriebs-Berater” (2010), 2912-2919; KOTZENBAUER, Jörg, *Variable Kaufpreisgestaltung durch Earn-Out-Klauseln in Unternehmenskaufverträgen*, 27 e ss., Grin Verlag, Norderstedt, 2014; em França, BERTREL, Jean-Pierre/BERTREL, Marina, *Le Complément de Prix de Cession ou «Earn-Out»*, 45 e ss., in: 175 “Droit et Patrimoine” (2008), 44-52; MARGET, Isabelle/BRIAN, Guillaume, *Acquisition de Sociétés Innovantes et Clauses d’Earn Out*, 54 e s., in “Fusions & Acquisitions Magazine” (2018), 53-57; em Espanha, CABRALES, J. María, *Cláusulas de Earn-Out en Operaciones de Compraventa de Empresa*, 4 e s., in: “Diario La Ley” (2024), n.º 10605, 1-5;

Em abstrato, tais cláusulas apresentam um conjunto de *vantagens* para ambas as partes. Para o *comprador*, tais cláusulas permitem limitar o seu risco financeiro (já que o desembolso de quaisquer quantias adicionais de preço está dependente dos resultados futuros da empresa adquirida), financiar a própria compra e preservar os seus fluxos de caixa (dado o diferimento do pagamento do preço) e preservar o “goodwill” e “know-how” estratégico da empresa e respetivo potencial de crescimento (nos casos em que tenha assegurado a continuidade do vendedor na gestão da empresa após a venda). Para o *vendedor*, permitem concretizar a alienação da empresa sem jamais abdicar do recebimento da totalidade do respetivo preço (correspondente ao valor económico real, aí incluído o seu potencial de crescimento futuro), assegurar incentivos à maximização do valor da empresa (nos casos em que tenha permanecido temporariamente na gestão desta) e até assegurar formas suplementares de participação nesse valor (designadamente, nos casos em que mantenha uma participação minoritária de capital na empresa vendida).

Mas também apresentam naturalmente *desvantagens*. Para o *comprador*, tais cláusulas acarretam o risco de sobrepagamento (no caso de a rentabilidade futura da empresa não chegar sequer para cobrir o preço-base já pago, exceto quando se tenham previsto cláusulas de “earn-out” negativas), de não correspondência entre o preço pago e os lucros obtidos (em caso de assimetria entre as métricas do pagamento do preço contingente e o desempenho económico-financieiro da empresa) e de comportamentos estratégicos ou oportunistas do vendedor (“maxime”, quando este tenha acelerado artificialmente a consecução das metas do “earn-out”). Para o *vendedor*, aquelas acarretam o risco de não correspondência entre o preço recebido e o valor da empresa (mormente, quando a valorização da empresa vendida e a consecução das metas económicas ou comerciais a que está indexado o preço contingente ocorram posteriormente ao próprio período de “earn-out”) e o risco de comportamentos estratégicos ou oportunistas do comprador (especialmente nos casos da tomada de decisões de governo ou gestão da empresa adquirida que sejam suscetíveis de prejudicar ou obstruir a consecução das metas convencionadas, v.g., reorganizações internas, alterações de estratégia ou modelos de negócio, descontinuação de produtos ou serviços, reduções de financiamento, etc.).³⁷

ZORITA, L. BORREO, *Reflexiones sobre los “Earn-Outs” en Operaciones de M&A*, 69 e ss., in: 15 “Revista Lex Mercatoria” (2020), 64-74.

³⁷ Sobre o risco de litigância associado a estes comportamentos, vide *infra* § 3.5 (IV).

5. Distinção de Figuras Afins

I. Os contratos de compra e venda de empresa, em particular no âmbito de operações relevantes de M&A, são contratos extensos e complexos: fruto da autonomia privada das partes, tais contratos contêm usualmente uma enorme diversidade de cláusulas contratuais que, sem prejuízo da existência de algumas afinidades ou inter-relações, *não se podem confundir com as cláusulas de “earn-out”*.

II. Tal o caso, desde logo, de algumas outras *cláusulas relativas ao preço*. Assim sucede, por exemplo, com as “cláusulas de revisão de preço”, as quais visam permitir ajustar o preço inicialmente acordado em função de vicissitudes relevantes ocorridas até ao momento da conclusão do contrato (“closing”): v.g., as “cláusulas de estabilização” (“stabilisation clauses”), que preveem fatores de correção destinados a neutralizar as flutuações do valor do preço decorrentes de alterações cambiais ou de inflação, ou as “cláusulas de ajustamento de preço” (“price adjustment clauses”, “Preis Anpassungsklauseln”), que permitem ajustar o preço em função das contas preparadas na data da conclusão contratual (“completion accounts”)³⁸. Diversamente, as cláusulas de “earn-out” dizem respeito a variações ou alterações eventuais do preço da compra (usualmente, majorações em face do preço-base inicialmente previsto) em função de vicissitudes relevantes ocorridas após a conclusão do contrato.

III. Tal é ainda o caso das *cláusulas de declarações e garantias* (“representations and warranties”, abreviadamente “Reps & Warrs”), destinadas essencialmente a assegurar a fidedignidade, certeza e vinculatividade jurídicas das representações das partes quanto ao objeto direto (participações societárias) e indireto (empresa societária) do negócio aquisitivo, as quais funcionam amiúde como garantias legais e económicas (autónomas ou não autónomas) em favor das partes, especialmente do comprador³⁹. Diversamente, as cláusulas de “earn-out”

³⁸ Sobre tais cláusulas, vide MARTINS, A. Soveral, *Transmissão de Participações Sociais e Cláusulas de Revisão de Preço*, in: “I Congresso Direito das Sociedades em Revista”, 41-52, Almedina, Coimbra, 2011; PIRES, C. Monteiro, *Cláusula de Preço Fixo, de Ajustamento de Preço e de Alteração Material Adversa, e Cláusula de Força Maior*, 77 e ss., in: 80 “Revista de Direito das Sociedades” (2020), 73-93; ROCHA, F. Afonso, *A Aquisição de Empresas com Sujeição a Condições Suspensivas: Entre as Cláusulas Depreciativas e as Cláusulas de Revisão de Preço*, 401 e ss., in: XI “Revista de Direito das Sociedades” (2019), 395-428.

³⁹ Sobre tais cláusulas, vide CORDEIRO, M. Beatriz, *As Cláusulas de Variação de Preço na Aquisição de Empresas*, 39 e ss., Diss., Lisboa, 2019; MATIAS, S. Araújo, «Representations and Warranties»: *Da Origem ao Ordenamento Jurídico Português*, Diss., Lisboa, 2021; RUSSO, F. Castro, *Das Cláusulas de Garantia nos Contratos de Compra e Venda de Participações Sociais de Controlo*, in: 2(4) “Direito das Sociedades em Revista” (2011), 115-136.

não visam funcionar como uma garantia para as partes relativamente à fidedignidade ou certeza do preço da compra e venda, garantindo qualquer delas contra o risco de não correspondência entre o valor nominal do preço e o valor real da empresa adquirida: nem o vendedor garante ao comprador que, durante o período de “earn-out”, serão atingidas as metas económicas ou comerciais que foram contratualizadas, nem o comprador garante ao vendedor o recebimento, no final desse período, de quaisquer pagamentos adicionais.⁴⁰

IV. Enfim, tal é ainda naturalmente o caso das *cláusulas de adaptação*, com particular destaque para as cláusulas de alteração material adversa (“material adverse change” ou MAC), as cláusulas de “hardship” e as cláusulas de força maior. Uma vez mais, diferentemente das cláusulas de “earn-out”, estamos diante de cláusulas de distribuição do risco de ocorrência de alterações com impacto negativo na empresa adquirida ou nos termos do negócio aquisitivo ocorridas entre o momento da celebração e do fecho contratual, as quais, escapando ao controlo das partes (mormente, do vendedor), não estavam abrangidas pelas próprias declarações e garantias.⁴¹

§2 Elementos Constitutivos

I. Tendo em conta a noção geral da figura inicialmente ensaiada – cláusula de um contrato de compra e venda de empresa através da qual as respetivas partes condicionam a determinação do preço devido pelo comprador à verificação ou não verificação, durante um certo período posterior à conclusão do

⁴⁰ Salientando justamente que as cláusulas de “earn-out” não são cláusulas de garantia (para o comprador) do sucesso e rentabilidade económica da empresa adquirida, e (para o vendedor) do encaixe de um preço superior, vide CANDEIAS, H. Marques, *A Cláusula de Earn-Out nos Contratos de M&A*, 261, in: XV “Revista de Direito das Sociedades” (2023), 245-274; PENZO, Giovanni, *Earn-Out e Dintomi*, 824 e ss., in: 38 “Le Società” (2019), 822-826; SCIORTINO, Andrea/MICHELINI, Federico, *Il Prezzo nei Contratti di Acquisizione: Locked Box, Aggiustamento ed Earn-Out*, 333 e s., in: 3 “I Contratti – Rivista di Dottrina, Giurisprudenza e Pratiche Contrattuali Nazionali e Internazionali, Arbitrato e Mediazione” (2023), 323-338.

⁴¹ Sobre tais cláusulas, vide ANTUNES, J. Engrácia, *Direito dos Contratos Comerciais*, 308 e ss., 8.^a reimpressão, Almedina, Coimbra, 2023; GOMES, J. Ferreira, *M&A – Aquisição de Empresas e de Participações Sociais*, 291 e ss., AAFDL, Lisboa, 2022; SÁ, F. Oliveira, *Cláusulas «Material Adverse Change» em Contratos de Compra e Venda de Empresa*, in: “Estudos em Memória do Professor Paulo Sendin”, 427-444, UC Editora, Lisboa, 2012.

contrato, de um ou vários eventos futuros e incertos —⁴², podemos dizer que são três os elementos definidores essenciais desta figura:

- o preço de um contrato de compra e venda de empresa;
- certos eventos futuros e incertos;
- o período de tempo acordado para a sua verificação ou não verificação.

II. Trata-se de elementos constitutivos e essenciais (“*essentiali negotii*”) deste tipo de cláusula negocial: o seu alcance poderá variar, de acordo com a autonomia privada das partes, mas não a respetiva existência e preenchimento cumulativo.

1. Preço da Compra e Venda de Empresa

I. As cláusulas de “earn-out” são cláusulas relativas à determinação do preço dos negócios aquisitivos de empresas, fenómeno jus-negocial que no jargão internacional gira comumente sob o rótulo “fusões e aquisições” (“*mergers & acquisitions*” ou M&A): elas pressupõem, assim, um contrato de compra e venda de empresa e a conexas obrigação de pagamento do preço respetivo.

II. Tais cláusulas, desde logo, encontram-se genética e funcionalmente ligadas a contratos de *compra e venda de empresas*. Tais contratos são contratos de natureza comercial, sinalagmática e onerosa (arts. 463.º e segs. do CCom, arts. 874.º e segs. do CCivil), que podem revestir dois tipos de modelos fundamentais: a compra e venda *direta* – que tem por objeto a transmissão da propriedade da empresa enquanto bem jurídico-económico unitário (“*asset deals*”) – e a compra e venda *indireta* – que tem por objeto a transmissão da titularidade económica (“*domínio*”), que não jurídica (“*propriedade*”), da empresa visada, mediante a aquisição de uma participação societária de controlo sobre o respetivo capital social (“*share deals*”).⁴³

As cláusulas de “earn-out” supõem assim um negócio de aquisição empresarial direta ou indireta: muito embora sejam predominantemente utilizadas no contexto das aquisições indiretas de empresa (“*share deals*”) – mormente, reali-

⁴² Cf. *supra* § 1.1 (I).

⁴³ ANTUNES, J. Engrácia, *A Empresa como Objecto de Negócios – “Asset Deals” versus “Share Deals”*, in: 68 “Revista da Ordem dos Advogados” (2008), 715-793; MONTEIRO, A. Pinto/PINTO, P. Mota, *Compra e Venda de Empresa – A Venda de Participações Sociais como Venda de Empresa (“Share Deal”)*, in: 137 “Revista de Legislação e de Jurisprudência” (2007), 76-102.

zadas através da compra e venda de participações sociais totalitárias ou maioritárias no capital da empresa visada –, elas podem também surgir ocasionalmente no âmbito de aquisições diretas – mormente, no caso de *trespasse* de empresa. De resto, não está excluído que, em certas circunstâncias, tais cláusulas possam ser utilizadas noutros negócios transmissivos especiais ou híbridos, tais como fusões, cisões, aumentos de capital reservados, operações de “leverage buy-out”, etc.⁴⁴

III. Mais importante, a cláusula de “earn-out” visa regular um dos efeitos jurídicos fundamentais do negócio aquisitivo: a *obrigação de pagamento do preço do comprador*.

Esta obrigação, que representa um efeito típico e essencial do contrato (arts. 874.º e 879.º, c) do CCivil), consiste numa obrigação pecuniária, que tem por objeto a prestação de uma determinada quantia em dinheiro. Sublinhe-se, contudo, que o seu cumprimento não implica forçosamente um pagamento em moeda física com curso legal (art. 550.º do CCivil), sendo antes invariavelmente realizado através de pagamentos em moeda bancária⁴⁵, além de não estar excluído que aquele cumprimento possa ser realizado parcialmente em prestações em espécie, “maxime” em ações do comprador.⁴⁶

Aspeto crucial e identitário da cláusula é instituir um preço da compra meramente *determinável*, em que o montante da prestação pecuniária devida pelo comprador não está ainda determinado no momento da assinatura (“signing”) e da conclusão (“closing”) contratuais. Com efeito, nos termos gerais, as partes dos contratos de compra e venda podem, no exercício da sua autonomia

⁴⁴ CANDEIAS, H. Marques, *A Cláusula de Earn-Out nos Contratos de M&A*, 247, in: XV “Revista de Direito das Sociedades” (2023), 245-274; SÁ, F. Oliveira, *A Determinação Contingente do Preço de Aquisição de uma Empresa Através de Cláusulas “Earn-Out”*, 401, in: “Aquisição de Empresas”, 401-415, Coimbra Editora/Wolters Kluwer, Coimbra, 2011. Considerando que a aquisição indireta de empresa constitui o “habitat natural” desta cláusula, vide ANDRADE, F. Siebeneichler, *Notas Sobre o Enquadramento da Cláusula de Earn-Out na Teoria Geral do Contrato de Compra e Venda*, 142, in: 25 “Revista Brasileira de Direito Civil” (2020), 141-154.

⁴⁵ ANTUNES, J. Engrácia, *Das Obrigações Pecuniárias Em Especial*, 259, in: VI “Revista de Direito Civil” (2021), 243-317.

⁴⁶ CANDEIAS, H. Marques, *A Cláusula de Earn-Out nos Contratos de M&A*, 246, in: XV “Revista de Direito das Sociedades” (2023), 245-274. Noutras latitudes, ALVES, D. Rodrigues, *Determinabilidade, Negociação e Elaboração das Cláusulas de Preço Contingente (Earn-Out) nas Operações de Compra e Venda de Participação Societária ou de Estabelecimento e Análise dos Conflitos à Luz da Boa Fé Objetiva*, 18, Diss., São Paulo, 2016; BAUMS, Theodor, *Ergebnisabhängige Preisvereinbarungen in Unternehmenskaufverträgen (“Earn-Outs”)*, 1273, in: 25 “Der Betrieb” (1993), 1273-1276; MARGET, Isabelle/BRIAN, Guillaume, *Acquisition de Sociétés Innovantes et Clauses d’Earn Out*, 55, in: “Fusions & Acquisitions Magazine” (2018), 53-57.

privada (art. 405.º, n.º 1 do CCivil), acordar entre si que a fixação definitiva do “quantum” pecuniário do preço será efetuada em momento posterior à celebração contratual, segundo critérios estabelecidos pelas próprias partes ou terceiros que permitam proceder a essa determinação no futuro (“pretium certificabile pro certo habetur”: cf. arts. 280.º, 440.º, n.º 1 e 883.º, n.º 1 do CCivil, art. 466.º do CCom).

Tal princípio geral não poderá deixar de valer também no domínio da compra e venda de empresa, embora existam diversas *especificidades* a ter em conta. Por um lado, quanto ao âmbito da cláusula de “earn-out”, é duvidoso se tal mecanismo poderá respeitar ao preço *total* ou apenas *parcial* no negócio aquisitivo. Em regra, a questão não se colocará na prática, já que, no comum dos casos, as partes acordam a obrigação de pagamento de um certo montante pecuniário fixo e mínimo, previsto no clausulado e devido no momento da conclusão contratual (“preço-base”), apenas sujeitando a determinação da parte remanescente do preço ao mecanismo de “earn-out” (“preço contingente”)⁴⁷. Por outro lado, quanto à *relevância* do mecanismo do “earn-out” no âmbito do negócio aquisitivo, alguns estudos apontam para o preço contingente representar em média cerca de 15% a 30% do preço total da compra⁴⁸. Por outro lado ainda, quanto ao *montante* do preço contingente devido, ele poderá corresponder ao quantitativo total que venha a ser apurado nos termos desse mecanismo durante o período de “earn-out” ou poderão prever-se limites mínimos (“floors”) ou máximos (“caps”) a tal montante, acima ou abaixo dos quais, respetivamente, nada (mais) é devido pelo comprador ao vendedor⁴⁹. Por fim, quanto ao processo da *determinabilidade*, exige-se ainda que os critérios de deter-

⁴⁷ Com efeito, não é curial que o vendedor esteja disposto a abrir mão da sua empresa, transferindo-a para a propriedade do comprador, sem garantir no imediato o encaixe de qualquer quantia pecuniária, por mínima ou residual que seja, abandonando assim a determinação do preço total para data futura. E não se pode perder de vista que, sendo o preço um elemento típico e essencial do contrato, os critérios dessa determinação não podem conduzir à eventualidade de não se apurar qualquer preço a pagar (“nulla emptio sine pretio”). Donde resulta que as cláusulas de “earn-out” que fazem depender o preço total de determinação futura apenas serão admissíveis caso o mecanismo assegure a existência efetiva de um preço, “maxime” através de limites mínimos (“floors”, “Minimalbetrag”) de variação do preço. Sobre a questão, vide DE LUCA, Nicola/SCHIAVOTTIELLO, Fabio, *Cessione di Partecipazioni a Prezzo Simbolico e Clausola di Earn-Out*, in: 11 “Le Società” (2021), 1214-1218; DI TORO, Marco/VALENZA, Giorgia, *Earn-Out Clauses and Using an SPA to Provide a Purely Symbolic Purchase Price*, in: “International Bar Association”, 21 July 2022; VISCHER, Markus, *Earn Out-Klauseln in Unternehmenskaufverträgen*, 510, in: 98 “Schweizerische Juristen-Zeitung” (2002), 509-517.

⁴⁸ FRIES, E. Roberto, *A Boa-Fé Objetiva nos Contratos com Cláusula de Earn-Out*, 27, Diss., Porto Alegre, 2022.

⁴⁹ Mas estes limites podem também funcionar em favor do vendedor, por exemplo, através da previsão de “floors” que fixam patamares mínimos de remuneração adicional do vendedor: cf. ANDRADE,

minação do preço (ou seja, os eventos futuros e incertos de cuja verificação ou não verificação ficou dependente o apuramento da parte adicional ou contingente desse preço) sejam lícitos, objetivos e suficientes para garantir uma efetiva determinação do preço sem necessidade de novos acordos entre as partes: tal significa dizer que, nos termos gerais do art. 280.º, n.º 1 do CCivil, serão de reputar nulas as cláusulas de “earn-out” que omitam tais critérios ou prevejam critérios inidóneos ou insuficientes para a determinação do preço findo o período de “earn-out”.⁵⁰

2. Eventos Condicionantes

I. Traço distintivo e identitário desta cláusula consiste no facto de a determinação do preço devido pelo comprador ficar dependente ou condicionado à verificação ou não verificação de um ou mais eventos de natureza futura e incerta.

II. Estes *eventos condicionantes* – correntemente designados “trigger events”, uma vez que são suscetíveis de espoletar a obrigação do comprador de pagar parcelas adicionais do preço contingente – consistem usualmente em objetivos (“milestones”) ou metas (“targets”) relativos ao desempenho futuro da empresa durante um determinado período posterior à conclusão do contrato. Tais eventos condicionantes podem ter uma natureza financeira ou não financeira.⁵¹

Os eventos de *natureza financeira* (“economic earn-outs”) são eventos referidos a certos parâmetros, indicadores ou métricas relativos aos resultados económico-financeiros da empresa adquirida, tais como as receitas brutas, os

F. Siebeneichler, *Notas Sobre o Enquadramento da Cláusula de Earn-Out na Teoria Geral do Contrato de Compra e Venda*, 145, in: 25 “Revista Brasileira de Direito Civil” (2020), 141-154.

⁵⁰ Por exemplo, falta de previsão do evento ou eventos futuros e incertos de que depende a determinação do preço (“triggers events”), “maxime”, metas ou parâmetros de natureza financeira e não financeira. Cf. CANDEIAS, H. Marques, *A Cláusula de Earn-Out nos Contratos de M&A*, 253, in: XV “Revista de Direito das Sociedades” (2023), 245-274; SÁ, F. Oliveira, *A Determinação Contingente do Preço de Aquisição de uma Empresa Através de Cláusulas “Earn-Out”*, 406 e s., in: “Aquisição de Empresas”, 401-415, Coimbra Editora/Wolters Kluwer, Coimbra, 2011.

⁵¹ Sobre estas tipologias de eventos, vide POMERO, Federica/DI BARI, Francesco, *Le Clauseole di Earn-out nei Contratto di Compravendita di Azioni*, 3 e ss., in: “Diritto Bancario” (2024), 1-14; SCIORTINO, Andrea/MICHELINI, Federico, *Il Prezzo nei Contratti di Acquisizione: Locked Box, Aggiustamento ed Earn-Out*, 335 e ss., in: 3 “I Contratti – Rivista di Dottrina, Giurisprudenza e Pratiche Contrattuali Nazionali e Internazionali, Arbitrato e Mediazione” (2023), 323-338; SCHRÖDER, Marcel, *Risiken, Funktionen und rechtliche Grenzen von Earn-Out-Klauseln*, 8 e ss., Grin Verlag, Norderstedt, 2017.

resultados líquidos, os fluxos de caixa (“cash flows”), o EBITDA (“earnings before interest, taxes, depreciation and amortization”), o EBIT (“earnings before interest and taxes”) e outros semelhantes.⁵²

Os eventos de *natureza comercial* (“performance earn-outs”) são eventos reportados a parâmetros, indicadores ou métricas relativos aos resultados do desempenho comercial da empresa, tais como o número de produtos ou serviços vendidos, o número de contratos celebrados, a obtenção de certas quotas de mercado, a captação de novos clientes ou a manutenção de clientes estratégicos, o lançamento de novos produtos, a abertura de novas unidades operacionais, a implantação internacional, etc.⁵³

III. Os eventos condicionantes podem conferir à cláusula de “earn-out” uma feição *positiva* ou *negativa*. No comum dos casos, trata-se de cláusulas positivas que funcionam em favor do vendedor, implicando um aumento do preço-base da compra inicialmente previsto, no sentido em que, verificado o evento ou eventos condicionantes (v.g., atingidas as metas ou objetivos convencionados), o comprador fica obrigado a efetuar pagamentos adicionais nos termos contratualmente previstos. Esse é, de resto, o sentido que corresponde à raiz etimológica da figura, pois a componente contingente e variável do preço da aquisição poderá ser “ganha” pelo vendedor (do inglês, “earned out”) no caso de a empresa alcançar com sucesso determinadas metas financeiras ou não financeiras durante um certo período de observação. Mas são também concebíveis cláusulas negativas (designadas “earn-in” ou “reverse earn-out”), que funcionam a favor do comprador e levam a uma redução do preço-base, sempre que as partes estabeleçam eventos condicionantes cuja verificação (v.g. indicador com projeção negativa sobre os resultados da empresa) ou não verifi-

⁵² Na “praxis” negocial, as cláusulas de “earn-out” mais difundidas são aquelas que recorrem ao parâmetro do EBITDA (SCIORTINO, Andrea/MICHELINI, Federico, *Il Prezzo nei Contratti di Acquisizione: Locked Box, Aggiustamento ed Earn-Out*, 336, in: 3 “I Contratti – Rivista di Dottrina, Giurisprudenza e Pratiche Contrattuali Nazionali e Internazionali, Arbitrato e Mediazione” (2023), 323-338).

⁵³ Em abstrato, são também cogitáveis muitos outros tipos de eventos condicionantes, tais como, por exemplo, a obtenção de licenças administrativas, a obtenção de registo de patentes, a obtenção de financiamentos públicos ou europeus ou a manutenção de pessoal chave na empresa adquirida (SÁ, F. Oliveira, *A Determinação Contingente do Preço de Aquisição de uma Empresa Através de Cláusulas “Earn-Out”*, 404, in: “Aquisição de Empresas”, 401-415, Coimbra Editora/Wolters Kluwer, Coimbra, 2011). Sublinhe-se, contudo, que eventos deste último tipo constituem usualmente condições de cuja verificação fica dependente a assinatura ou a conclusão do próprio contrato de compra e venda como um todo (“conditions precedent”), e já não apenas a determinação de um dos seus efeitos – o preço.

cação (v.g., não atingimento de certas metas ou objetivos pré-fixados) obriga o vendedor a devolver uma parte do preço-base já inicialmente recebido.⁵⁴

3. Período de “Earn-Out”

I. Um terceiro e último elemento constitutivo das cláusulas em apreço é o período de “earn-out”, que designa aquele período de tempo posterior à conclusão do contrato de compra e venda dentro do qual é relevante a verificação ou não verificação dos eventos condicionantes para efeitos da determinação da parcela contingente ou variável do preço.

II. Tal como sucede com os demais elementos constitutivos desta cláusula, não existe um modelo único relativo à duração da janela temporal relevante para a aferição dos eventos condicionantes. Embora a literatura sobre o tema aponte para prazos de 1 a 3 anos⁵⁵, de 2 a 3 anos⁵⁶, ou de 3 a 5 anos⁵⁷, tudo dependerá do acordo de vontade das partes tendo em conta as particularidades de cada negócio aquisitivo em concreto, tais como, por exemplo, a natureza da

⁵⁴ Sobre as cláusulas de “reverse earn-out”, vide MORENO, J. Martí/BOIX, D. Guerra, *El Earn Out y la Eventual Problemática del Precio Variable en Operaciones M&A*, 4, in: “Diario La Ley” (2018), n.º 9169, 1-12; PIVA, L. Zordan, *O Earn-Out na Compra e Venda de Empresas*, 86, Quartier Latin, São Paulo, 2019; POMERO, Federica/DI BARI, Francesco, *Le Clausole di Earnout nei Contratto di Compravendita di Azioni*, 4, in: “Diritto Bancario” (2024), 1-14; SCHRÖDER, Marcel, *Risiken, Funktionen und rechtliche Grenzen von Earn-Out-Klauseln*, 4, Grin Verlag, Norderstedt, 2017.

⁵⁵ ALVES, D. Rodrigues, *Determinabilidade, Negociação e Elaboração das Cláusulas de Preço Contingente (Earn-Out) nas Operações de Compra e Venda de Participação Societária*, 42, Diss., São Paulo, 2016; CABRALES, J. María, *Cláusulas de Earn-Out en Operaciones de Compraventa de Empresa: Herramienta Eficaz para Minimizar el Riesgo en Transacciones*, 3, in: “Diario La Ley” (2024), n.º 10605, 1-5; FRIES, E. Roberto, *A Boa-Fé Objetiva nos Contratos com Cláusula de Earn-Out*, 27, Diss., Porto Alegre, 2022; ROMERO, Roque, *Earnouts: Advantages, Disadvantages and How to Structure Them*, 2, in: 6(22) “International In-House Counsel Journal” (2013), 1-10.

⁵⁶ ANDRADE, F. Siebeneichler, *Notas Sobre o Enquadramento da Cláusula de Earn-Out na Teoria Geral do Contrato de Compra e Venda*, 153, in: 25 “Revista Brasileira de Direito Civil” (2020), 141-154; BAUMS, Theodor, *Ergebnisabhängige Preisvereinbarungen in Unternehmenskaufverträgen (“Earnings-Outs”)*, 1274, in: 25 “Der Betrieb” (1993), 1273-1276; HILGARD, Mark, *Earn-Out-Klauseln beim Unternehmenskauf*, 2915, in: 48 “Betriebs-Berater” (2010), 2912-2919.

⁵⁷ KOTZENBAUER, Jörg, *Variable Kaufpreisgestaltung durch Earn-Out-Klauseln in Unternehmenskaufverträgen*, 7, Norderstedt, Grin Verlag, 2014; ROCHA, F. Afonso, *A Aquisição de Empresas com Sujeição a Condições Suspensivas: Entre as Cláusulas Depreciativas e as Cláusulas de Revisão de Preço*, 405, in: XI “Revista de Direito das Sociedades” (2019), 395-428; SÁ, F. Oliveira, *A Determinação Contingente do Preço de Aquisição de uma Empresa Através de Cláusulas “Earn-Out”*, 408, in: “Aquisição de Empresas”, 401-415, Coimbra Editora/Wolters Kluwer, Coimbra, 2011.

empresa adquirida, a natureza da sua área de negócio, produtos e serviços, ou a natureza das próprias metas económicas ou não económicas acordadas para a determinação do preço contingente. Em termos gerais e abstratos, tudo o que se poderá dizer é que prazos excessivamente curtos podem não permitir uma correta determinação do valor da empresa adquirida e, conseqüentemente, do próprio preço contingente, além de exponenciarem o risco de comportamentos estratégicos por parte do comprador consistentes em empurrar ou adiar a eventual consecução das metas previstas para fora daquela janela temporal; e ainda que prazos excessivamente longos podem expor a determinação do preço final a um estado de incerteza prolongado, além de exponenciarem o risco de a empresa adquirida e, portanto também, do preço contingente se ver afetado por variáveis micro e macroeconómicas incontrolláveis pelas partes.⁵⁸

III. Este período (“earn out period”, “Earn-Out Zeitraum”, “période d’earn out”, “plazo del earn-out”) representa um *elemento essencial e insuprível* da cláusula de “earn-out”, e, conseqüentemente, da obrigação de pagamento do preço dos negócios aquisitivos que a incluam. Não existem cláusulas de “earn-out” sem um período de “earn-out”: na sua ausência, ou bem que não estaremos diante de uma cláusula desse tipo (por falta de um dos seus elementos constitutivos típicos), ou bem que tal cláusula será inválida (por acarretar a indeterminabilidade do próprio preço global e definitivo da compra, que resultaria indiretamente da ausência de qualquer janela temporal de relevância para

⁵⁸ “Este [o prazo] não deve ser, nem excessivamente curto – o que não permitiria uma correta avaliação dos desenvolvimentos futuros –, nem excessivamente longo – o que alargaria em demasia o período de incerteza quanto à determinação final do preço” (SÁ, F. Oliveira, *A Determinação Contingente do Preço de Aquisição de uma Empresa Através de Cláusulas “Earn-Out”*, 408, in: “Aquisição de Empresas”, 401–415, Coimbra Editora/Wolters Kluwer, Coimbra, 2011); “O período de earn-out não costuma ser longo, se bem que deve ter o tempo suficiente para que o evento futuro e incerto esperado seja abstratamente passível de ocorrer” (CANDEIAS, H. Marques, *A Cláusula de Earn-Out nos Contratos de M&A*, 249 e s., in: XV “Revista de Direito das Sociedades” (2023), 245–274); “Prazos muito longos podem desencorajar os compradores, enquanto prazos muito curtos podem não ser suficientes para avaliar adequadamente o desempenho da empresa” (CABRALES, J. María, *Cláusulas de Earn-Out en Operaciones de Compraventa de Empresa: Herramienta Eficaz para Minimizar el Riesgo en Transacciones*, 3, in: “Diario La Ley” (2024), n.º 10605, 1–5); “[A] fixação de prazos enxutos eleva as chances de não preenchimento dos eventos que deflagrariam o pagamento do complemento de preço. (...) De outra banda, convencionado um prazo de execução do earn-out alongado, elevam-se as chances de conflito de gestão quando o vendedor possui ingerência no cotidiano da empresa adquirida, bem como amplia-se a exposição dos contratantes a fatores imprevisíveis alheios à vontade de impacto direto no dia a dia das atividades empresariais” (FRIES, E. Roberto, *A Boa-Fé Objetiva nos Contratos com Cláusula de Earn-Out*, 28, Diss., Porto Alegre, 2022).

os eventos condicionantes, cuja verificação ou não verificação poderia ocorrer ao longo de todo o período de vida da própria empresa adquirida).⁵⁹

IV. Este período possui a natureza jurídica de um *termo final certo*. Diz-se termo o facto futuro mas certo de que as partes fazem depender o início ou a cessação de um ou mais efeitos de um negócio jurídico (art. 278.º do CCivil): o termo é final quando determina o momento até ao qual o efeito ou efeitos jurídico-negociais se produzem (“ad quem”); e é certo quando existe certeza, quer quanto à verificação do facto, quer ao momento dessa verificação (“dies certus an certus quando”)⁶⁰. Tal o que justamente se passa com o período ou prazo convencionado pelas partes na cláusula “earn-out”, o qual estabelece uma janela temporal precisa para o funcionamento do processo de determinação da parcela eventual e contingente do preço, e assim também, consequentemente, para a determinação do montante pecuniário da própria obrigação de pagamento do comprador no seu todo.⁶¹

⁵⁹ “A caracterização das cláusulas de «earn-out» fica apenas completa com a definição do *earn-out period*, isto é, o termo que as partes fixam para a verificação das condições” (SÁ, F. Oliveira, *A Determinação Contingente do Preço de Aquisição de uma Empresa Através de Cláusulas “Earn-Out”*, 405, in: “Aquisição de Empresas”, 401-415, Coimbra Editora/Wolters Kluwer, Coimbra, 2011); “Juntamente com a definição dos eventos condicionantes, a escolha do período de earn-out desempenha um papel decisivo” (HILGARD, Mark, *Earn-Out-Klauseln beim Unternehmenskauf*, 2915, in: 48 “Betriebs-Berater” (2010), 2912-2919); “A partir do momento em que comprador e vendedor acordam um earnout, as partes transformam-se efetivamente em parceiros de negócios até o final do período de earnout” (ROMERO, Roque, *Earnouts: Advantages, Disadvantages and How to Structure Them*, 4, in: 6(22) “International In-House Counsel Journal” (2013), 1-10); “Este é, justamente, o traço que peculiariza esta figura, sem o qual não se pode falar em parcela de «earn out». O alcance das metas é o primordial. Todas as demais cláusulas e condições que as partes podem estipular concernentemente à parcela variável são funcionalmente predispostas a esta causa” (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 Objectiva”) do Earn Out*, 158, in: 11 “Revista de Arbitragem e Mediação” (2012), 153-188).

⁶⁰ Sobre o termo, vide ANDRADE, Manuel, *Teoria Geral da Relação Jurídica*, vol. II, 385 e ss., 4.ª reimp., Almedina, Coimbra, 1974; CORDEIRO, A. Menezes, *Tratado de Direito Civil*, tomo II, 657 e ss., 4.ª edição, Almedina, Coimbra, 2017; FERNANDES, L. Carvalho, *Teoria Geral do Direito Civil*, vol. II, 428 e ss., 5.ª edição, UCP, Lisboa, 2010; VASCONCELOS, P. Pais, *Teoria Geral do Direito Civil*, 615 e ss., 9.ª edição, Almedina, Coimbra, 2019.

⁶¹ Este aspeto é também sublinhado na doutrina. Assim F. Oliveira e SÁ: “Na economia das cláusulas earn-out, este elemento é da maior importância: ele fixa o termo dentro do qual é possível existir uma variação de preço, fixando o momento a partir do qual o preço se torna determinado” (SÁ, F. Oliveira, *A Determinação Contingente do Preço de Aquisição de uma Empresa Através de Cláusulas “Earn-Out”*, 405, in: “Aquisição de Empresas”, 401-415, Coimbra Editora/Wolters Kluwer, Coimbra, 2011). Também assim H. Marques CANDEIAS: “No fundo, a cláusula de «earn-out» fixa um termo certo e final para a variabilidade do preço, isto é, desde o momento em que se celebra o contrato

V. Por fim, sublinhe-se que a previsão do período de “earn-out” diz exclusivamente respeito à obrigação de pagamento do preço do comprador, *não afetando os outros demais efeitos jurídicos da compra e venda*, designadamente, a transmissão do direito de propriedade sobre a empresa adquirida para o comprador (arts. 874.º e 879.º, a) do CCivil)⁶² e a conexa transmissão do risco da empresa para o comprador, que decorre do princípio geral segundo o qual, nos contratos de transferência de propriedade, o risco do perecimento ou deterioração da coisa, por causa não imputável ao alienante, corre por conta do adquirente (“res perit domino”) (arts. 796.º, n.º 1, 408.º, n.º 1 do CCivil).⁶³

§3 Regime Jurídico

1. Introdução

I. Todo o edifício do Direito dos Contratos, incluindo os contratos comerciais, encontra-se dominado pelo princípio da *autonomia privada* (art. 405.º do CCivil, art. 3.º do CCom): tal significa dizer que, no respeito das balizas fixadas pela lei geral, são as próprias partes contratantes a estabelecer a disciplina jurídica das suas relações, convertendo-se, por conseguinte, os direitos e as

até ao momento em que o termo ocorre, há um espaço temporalmente relevante dentro do qual o evento futuro e incerto é contratualmente útil para a determinação do preço dele dependente. Com o termo alcançado, o preço torna-se determinado” (*A Cláusula de Earn-Out nos Contratos de M&A*, 249, in: XV “Revista de Direito das Sociedades” (2023), 245-274).

⁶² Sobre estes efeitos, vide OLIVEIRA, N. Pinto, *O Contrato de Compra e Venda*, vol. II, 147 e ss., Gesllegal, Coimbra, 2023; VENTURA, Raúl, *O Contrato de Compra e Venda no Código Civil: Efeitos Essenciais do Contrato de Compra e Venda*, in: 43 “Revista da Ordem dos Advogados” (1983), 587-683.

⁶³ Em particular sobre a transferência do risco contratual, vide AURELIANO, Nuno, *O Risco nos Contratos de Alienação – Contributo para o Estudo do Direito Privado Português*, 287 e ss., Almedina, Coimbra, 2009. É verdade que, durante o período de “earn-out”, o vendedor é *indiretamente* afetado pelo risco da exploração empresarial no caso das cláusulas com eventos condicionantes de natureza financeira (“economic earn-outs”), “maxime”, lucros sociais líquidos, já que consoante a “performance” da empresa vendida seja positiva (gerando lucros) ou negativa (gerando perdas), isso refletir-se-á no cálculo da parcela contingente do preço a receber por aquele. Esta circunstância, todavia, não altera o sistema jurídico de distribuição do risco contratual – que continua a correr por conta do comprador –, constituindo um mero efeito indireto e reflexo do mecanismo de “earn-out”, já que os ganhos e perdas da empresa servem de fator de cálculo do montante do preço da compra. Sobre a questão, BUSCHINELLI, G. Kik, *Compra e Venda de Participações Societárias de Controle*, 179, Diss., São Paulo, 2017; HILGARD, Mark, *Earn-Out-Klauseln beim Unternehmenskauf*, 2192, in: 48 “Betriebs-Berater” (2010), 2912-2919.

obrigações validamente constituídos ao abrigo dos acordos entre si celebrados em verdadeira “*lex inter partes*”.⁶⁴

II. A disciplina jurídica das operações de M&A e dos contratos de compra e venda de empresa, se bem que encontrando o seu princípio energético na autonomia privada das partes contratantes, está necessariamente balizada pelo conjunto das *fontes de direito* que lhe são aplicáveis.⁶⁵

Sucedem que, como é sabido, tais operações e contratos revestem frequentemente uma *natureza internacional*, uma vez que, por um ou mais dos critérios de conexão relevantes (sujeitos, objeto, interesses), estão em contacto com diferentes ordens jurídicas nacionais. Ora, tal como sucede com qualquer contrato comercial internacional, existem duas questões prévias e centrais que nos saem imediatamente a caminho: por um lado, a questão da *determinação da lei aplicável ao contrato*, que relevará primacialmente das normas de conflitos pertinentes (entre nós, as normas previstas nos arts. 35.º e segs. do CCivil e no Regulamento Roma I) e, por outro, a determinação da *jurisdição competente* para apreciar os litígios emergentes de tais contratos, que relevará das normas em sede da competência internacional dos tribunais (entre nós, as normas previstas nos arts. 59.º e segs. do CPC e no Regulamento Bruxelas I-bis).⁶⁶

Sublinhe-se, em qualquer caso, que a primazia da autonomia privada continua presente, seja no que toca à escolha da lei reguladora do contrato (“*lex contractus*”: cf. art. 3.º do Regulamento Roma I), seja no que se refere à resolução dos conflitos contratuais (*cláusula compromissória*: cf. art. 1.º, n.º 3 da LAV).⁶⁷

⁶⁴ Sobre a autonomia privada enquanto fonte principal do regime jurídico dos contratos civis, vide CORDEIRO, A. Menezes, *Tratado de Direito Civil*, vol. I, 951 e ss., 4.ª edição, Almedina, Coimbra, 2012; e dos contratos comerciais, ANTUNES, J. Engrácia, *Direito dos Contratos Comerciais*, 54 e s., 8.ª reimpressão, Almedina, Coimbra, 2023.

⁶⁵ Sobre as fontes do direito dos contratos civis, vide ALMEIDA, C. Ferreira, *Contratos*, I, 39 e ss., 7.ª edição, Almedina, Coimbra, 2022; e dos contratos comerciais, ANTUNES, J. Engrácia, *Direito dos Contratos Comerciais*, 55 e ss., 8.ª reimpressão, Almedina, Coimbra, 2023.

⁶⁶ Sobre os contratos comerciais internacionais, em especial a determinação da lei aplicável e jurisdição competente, vide BRITO, M. Helena, *Direito do Comércio Internacional*, 146 e ss., 194 e ss., Almedina, Coimbra, 2004; PINHEIRO, L. Lima, *Direito Comercial Internacional*, 59 e ss., Almedina, Coimbra, 2015.

⁶⁷ Sobre as cláusulas de escolha do direito aplicável, de escolha da jurisdição e compromissória, vide PINHEIRO, L. Lima, *Cláusulas Típicas dos Contratos do Comércio Internacional*, 264 e ss., in: AA.VV., “Estudos de Direito do Comércio Internacional”, vol. I, 239-269, Almedina, Coimbra, 2004.

2. Fontes

I. A determinação da lei aplicável e da jurisdição competente constituem assim questões prévias e estratégicas relativamente ao *sistema das fontes* reguladoras do contrato de compra e venda de empresas – e, por conseguinte, das cláusulas de “earn-out” neste insertas.

Trata-se de aspeto que é amplamente reconhecido pelos juristas tanto no plano dos contratos de compra e venda empresarial em geral – “a escolha da lei aplicável e dos tribunais competentes («governing law and venue provision») é uma das mais importantes disposições dos contratos de M&A” (Franklin Gevurtz/Christina Sautter)⁶⁸ – como no plano das cláusulas de preço contingente em particular – “sempre que uma estrutura de «earn-out» é utilizada num contrato internacional, deve ser dada uma atenção especial às leis competentes que serão aplicadas na determinação dos direitos e obrigações das partes em caso de conflito” (Stephen Brown-Okruhlik).⁶⁹

II. Tal significa dizer que, nos casos em que o contrato aquisitivo se encontra regido pelo direito português, o regime jurídico da cláusula de “earn-out” relevará do conjunto dos *princípios e regras aplicáveis aos negócios jurídicos em geral, previstos no CCivil*: aqui se incluem, “ex multi”, as normas gerais sobre as declarações negociais (arts. 217.º e segs.), a sua interpretação e integração (arts. 236.º e segs.), a falta e os vícios negociais (arts. 240.º e segs.), as cláusulas de condição e termo (arts. 270.º e segs.), a invalidade dos negócios (arts. 285.º e segs.), e o cumprimento e incumprimento das obrigações (arts. 762.º e segs.), além das disposições particulares sobre os contratos de compra e venda (arts. 874.º e segs. do CCivil). Ademais, atenta a natureza comercial destes contratos⁷⁰, para além destas regras gerais (que lhe são aplicáveis “ex vi” do art. 3.º do CCom), será ainda de ter presente o conjunto das regras especiais aplicáveis à contratação mercantil.⁷¹

III. Este sistema de fontes é crucial para a *disciplina jurídica das cláusulas de “earn-out”* integradas em contratos sujeitos à lei nacional. Não obstante as

⁶⁸ *Mergers and Acquisitions Law*, 57, West Academic Pub., St. Paul, 2019. No mesmo sentido, entre nós, CÂMARA, Paulo/BASTOS, M. Pinto, *O Direito da Aquisição de Empresas: Uma Introdução*, 39 e s., in: AA.VV., “Aquisição de Empresas”, 13-64, Wolters Kluwer/Coimbra Editora, Lisboa, 2011.

⁶⁹ *Cross-Border Earnout Disputes*, 8, in: 25 “Commercial & Business Litigation” (2024), 4-8.

⁷⁰ Cf. *infra* § 4.1.

⁷¹ Sobre as especialidades do regime dos contratos comerciais, vide ANTUNES, J. Engrácia, *Direito dos Contratos Comerciais*, 93 e ss., 8.ª reimpressão, Almedina, Coimbra, 2023.

operações de M&A em geral, e as sobreditas cláusulas em particular, sejam originárias de países da “Common Law” e recorram frequentemente a modelos contratuais de matriz anglo-saxónica, a verdade é que todas as matérias respeitantes à *negociação, interpretação, natureza, formação, conteúdo, cumprimento, validade e efeitos* desses contratos e cláusulas *deverão ser apreciadas à luz do ordenamento jurídico português* (inequivocamente integrante da família da “Civil Law”), tendo em conta a sua conformidade com os ditames da lei portuguesa bem como os ensinamentos das respetivas jurisprudência e doutrina, e não mediante um mero transplante acrítico da lei, jurisprudência e doutrina anglo-saxónicas.⁷²

3. Negociação e Formação

I. O regime jurídico da negociação e formação dos contratos M&A com cláusulas de “earn-out” é vastíssimo, porquanto às regras gerais na matéria (arts. 217.º e segs. do CCivil) somam-se as inúmeras especialidades próprias destes contratos comerciais.

II. Pense-se assim na relevância da fase *pré-contratual* (com destaque para as operações de “due diligence”), na diversidade dos *modelos contratuais* utilizados (modelos sintéticos e modelos analíticos), e nas particularidades da sua *redação* (frequentemente redigidos em língua inglesa), *exteriorização* (consubstanciados em documentos contratuais unitários que, dispensando o ritual clássico da oferta e aceitação, são subscritos conjuntamente por ambas as partes) e *complexidade* (envolvendo usualmente uma união de contratos satélites formalmente autónomos, embora genética e funcionalmente ligados)⁷³. A título de ilustração, mencionem-se as seguintes duas especialidades.

⁷² Neste sentido, Paulo CÂMARA e Miguel Pinto BASTOS, ao advertirem para “as profundas diferenças entre o ordenamento jurídico de origem dessas práticas negociais e o respetivo ordenamento de receção” (*O Direito da Aquisição de Empresas: Uma Introdução*, 40, in: AA.VV., “Aquisição de Empresas”, 13-64, Wolters Kluwer/Coimbra Editora, Lisboa, 2011); e J. Ferreira GOMES, ao lembrar que “estando o contrato sujeito à lei portuguesa e havendo um litígio, será necessário não apenas traduzir o contrato, mas interpretá-lo à luz das coordenadas do nosso sistema jurídico” (*M&A – Aquisição de Empresas e de Participações Sociais*, 230, AAFDL, Lisboa, 2022).

⁷³ Para uma recensão destas especialidades pré-contratuais e formativas, vide ANTUNES, J. Engrácia, *A Empresa como Objecto de Negócios – “Asset Deals” versus “Share Deals”*, 746 e ss., in: 68 “Revista da Ordem dos Advogados” (2008), 715-793; CÂMARA, Paulo/BASTOS, M. Brito, *O Direito da Aquisição de Empresas: Uma Introdução*, 19 e ss., in: Câmara, Paulo (coord.), “Aquisição de Empresas”, 13-64, Coimbra Editora/Wolters Kluwer, Coimbra, 2011; GOMES, J. Ferreira, *M&A – Aquisição de Empresas e de Participações Sociais*, 65 e ss., 161 e ss., 225 e ss., AAFDL, Lisboa, 2022.

III. A primeira diz respeito ao próprio *modelo formativo contratual*. Tradicionalmente apelidado de modelo dualista (“two step model”), o processo de aquisição empresarial é amiúde constituído por um primeiro momento de assinatura do contrato (“signing”) – em que as partes assumem a obrigação de efetuar em data posterior o contrato translativo, sujeita usualmente a um conjunto de condições suspensivas (“conditions precedent”) e resolutivas (“conditions subsequent”) – e um segundo momento de conclusão ou fecho do mesmo (“closing”) – em que têm lugar os atos de transferência da titularidade das participações sociais ou da empresa e de pagamento do preço⁷⁴. Esta especialidade tem relevância em diversos aspetos da disciplina do contrato, mormente em matéria da conduta e deveres das partes e da distribuição do risco.

IV. Outra especialidade diz respeito aos *vícios na formação da vontade*, em particular ao erro⁷⁵. Na verdade, uma das mais frequentes patologias destes contratos consiste no erro-vício do comprador, com destaque para o erro sobre o objeto do negócio (art. 251.º) – “maxime”, quando o comprador representou erradamente a existência de certas qualidades da empresa adquirida à data da celebração do negócio (v.g., licenças administrativas necessárias à atividade empresarial, registos de patentes, capacidade produtiva) que foram determinantes na sua decisão de celebrar aquele – e o erro sobre a base do negócio (art. 252.º, n.º 2 ambos do CCivil) – “maxime”, quando tendo qualquer das partes representado erradamente as circunstâncias fundacionais do próprio negócio, a exigência do seu cumprimento seria gravemente lesiva do princípios da boa-fé.⁷⁶

⁷⁴ Sobre este modelo, vide ANTUNES, J. Engrácia, *A Empresa como Objecto de Negócios – “Asset Deals” versus “Share Deals”*, 749, in: 68 “Revista da Ordem dos Advogados” (2008), 715-793; CÂMARA, Paulo/BASTOS, M. Brito, *O Direito da Aquisição de Empresas: Uma Introdução*, 22, in: Câmara, Paulo (coord.), “Aquisição de Empresas”, 13-64, Coimbra Editora/Wolters Kluwer, Coimbra, 2011; GOMES, J. Ferreira, *M&A – Aquisição de Empresas e de Participações Sociais*, 76, AAFDL, Lisboa, 2022.

⁷⁵ Sobre a relevância do erro nas operações de M&A em geral, vide GOMES, J. Ferreira, *M&A – Aquisição de Empresas e de Participações Sociais*, 437 e ss., AAFDL, Lisboa, 2022; MONTEIRO, A. Pinto/PINTO, P. Mota, *Compra e Venda de Empresa – A Venda de Participações Sociais como Venda de Empresa (“Share Deal”)*, 95, in: 137 “Revista de Legislação e de Jurisprudência” (2007), 76-102; na jurisprudência, Acórdão do STJ de 26-XI-2014 (TAVARES DE PAIVA), in: www.dgsi.pt. Sobre a problemática do erro nas compras e vendas de empresa, noutros quadrantes, BUSCHINELLI, G. Kik, *Compra e Venda de Participações Societárias de Controle*, 331 e ss., Diss., São Paulo, 2017; CEBRIÁ, L. Hernando, *El Contrato de Compraventa de Empresa – Extensión de su Régimen Jurídico a las Cesiones de Control y Modificaciones Estructurales de Sociedades*, 575 e ss., Tirant lo Blanch, Valencia, 2005.

⁷⁶ Esta última modalidade é especialmente relevante, dado que é suscetível de ser aplicável indistintamente aos contratos de compra e venda de participações societárias a que corresponde uma aquisição indireta de empresa (“asset deal”) – como sucede, em regra, no caso de se tratar de participações de

4. Execução e Cumprimento

I. Por fim, não são menos numerosas e relevantes as particularidades do regime jurídico da execução e do cumprimento de tais contratos (v.g., vícios jurídicos ou materiais da empresa vendida, garantias formais e económicas)⁷⁷, cabendo aqui apenas referir algumas das que mais diretamente se prendem com as cláusulas de “earn-out”. São elas a *obrigação de permanência do vendedor* na gestão da empresa adquirida, o *plano de negócio* da empresa adquirida, e os *litígios* entre comprador e vendedor.

II. Aspeto central da execução dos contratos M&A com pagamento de preço contingente é a *manutenção do vendedor na gestão da empresa vendida* durante o período de “earn-out” (“post-closing business management”, “Unternehmensfortführung durch den Verkäufer”, “statut du cédant après la cession”, “gestión interina del vendedor”).⁷⁸

Com efeito, não é infrequente que tais contratos prevejam a permanência do vendedor da empresa-alvo mesmo após a conclusão do negócio aquisitivo. As *finalidades* de tal mecanismo ancilar são diversas, incluindo preservar as plenas potencialidades de crescimento da empresa (“maxime”, nos casos em que o respetivo modelo de negócio dependa dos conhecimentos e “know-how” do vendedor), assegurar um melhor alinhamento dos interesses das partes durante o período de “earn-out” (“maxime”, incentivando a participação ativa do vendedor na consecução das metas convencionadas) e prevenir ou fiscalizar comportamentos oportunistas do comprador (“maxime”, decisões enquanto

controlo ou totalitárias – e àqueles a que não corresponde uma tal aquisição – como sucede no caso de se tratar de participações minoritárias. Cf. vide GOMES, J. Ferreira, *M&A – Aquisição de Empresas e de Participações Sociais*, 457 e ss., AAFDL, Lisboa, 2022; PIRES, C. Monteiro, *Aquisição de Empresas e de Participações Acionistas*, 143 e ss., Almedina, Coimbra, 2018.

⁷⁷ Cf. ANTUNES, J. Engrácia, *A Empresa como Objecto de Negócios – “Asset Deals” versus “Share Deals”*, 774 e ss., in: 68 “Revista da Ordem dos Advogados” (2008), 715-793; GOMES, J. Ferreira, *M&A – Aquisição de Empresas e de Participações Sociais*, 467 e ss., AAFDL, Lisboa, 2022.

⁷⁸ Sobre este aspeto, vide CANDEIAS, H. Marques, *A Cláusula de Earn-Out nos Contratos de M&A*, 252 e 256, in: XV “Revista de Direito das Sociedades” (2023), 245-274. Noutras latitudes, vide BERTREL, Jean-Pierre/BERTREL, Marina, *Le Complément de Prix de Cession ou «Earn-Out»*, 46 e ss., in: 175 “Droit et Patrimoine” (2008), 44-52; MORENO, J. Martí/BOIX, D. Guerrea, *El Earn Out y la Eventual Problemática del Precio Variable en Operaciones M&A*, 5, in: “Diario La Ley” (2018), n.º 9169, 1-12; PIVA, L. Zordan, *O Earn-Out na Compra e Venda de Empresa*, 118 e ss., Quartier Latin, São Paulo, 2019; SCHRÖDER, Marcel, *Risiken, Funktionen und rechtliche Grenzen von Earn-Out-Klauseln*, 18, Grin Verlag, Norderstedt, 2017.

proprietário ou sócio controlador que viciem o funcionamento e resultados do “earn-out”, v.g., reorganizações societárias, transferências intragrupo, etc.). As modalidades desse mecanismo são também variadas, incluindo a atribuição de funções de administração no seio dos órgãos sociais, de funções de direção ou gestão ao abrigo de contrato de trabalho, ou outras (v.g., acordos parassociais).

III. Outro aspeto relevante da execução de uma cláusula de “earn-out”, especialmente nos casos de permanência do vendedor na gestão da empresa, é o plano de negócio da empresa adquirida para o período de “earn-out” (“business plan”, “plain d’affaires”, “plan de negocios”).⁷⁹

Tal plano – por vezes também denominado “plano de ação”⁸⁰ – designa o conjunto de princípios e regras destinados a enquadrar a gestão da empresa desde o momento da aquisição da empresa até ao final do período temporal da vigência do “earn-out”. Este plano pode revestir diferentes formas (integrando o contrato de compra e venda ou autonomizado em acordo satélite, v.g., acordo parassocial), sendo o seu conteúdo extremamente diverso de caso para caso: entre as regras mais frequentes, encontram-se as relativas à definição dos objetivos estratégicos fundamentais da gestão pós-“closing”, à fixação de deveres gerais de cooperação e de obrigações específicas das partes contratantes na consecução desses objetivos, à estrutura e métricas do modelo financeiro subjacente (receitas, investimentos, financiamentos e custos), à calendarização do plano (plurianual, anual, semestral), aos orçamentos (estimativas de receitas e custos operacionais) e respetiva calendarização (semestral, trimestral, mensal).

IV. Por fim, mas não menos importante, é a prevenção e a resolução dos litígios decorrentes da execução das cláusulas de “earn-out”: como já alguém

⁷⁹ Sobre este plano, vejam-se referências incidentais em MARGET, Isabelle/BRIAN, Guillaume, *Acquisition de Sociétés Innovantes et Clauses d’Earn Out*, 55, in: “Fusions & Acquisitions Magazine” (2018), 53-57; MORENO, J. Martí/BOIX, D. Guerrea, *El Earn Out y la Eventual Problemática del Precio Variable en Operaciones M&A*, 5, in: “Diario La Ley” (2018), n.º 9169, 1-12; POMERO, Federica/DI BARI, Francesco, *Le Clause di Earnout nei Contratto di Compravendita di Azioni*, 6, in: “Diritto Bancario” (2024), 1-14; VISCHER, Markus, *Earn Out-Klauseln in Unternehmenskaufverträgen*, 512, in: 98 “Schweizerische Juristen-Zeitung” (2002), 509-517.

⁸⁰ ALVES, D. Rodrigues, *Determinabilidade, Negociação e Elaboração das Cláusulas de Preço Contingente (Earn-Out) nas Operações de Compra e Venda de Participação Societária ou de Estabelecimento e Análise dos Conflitos à Luz da Boa Fé Objetiva*, 49 e ss., Diss., São Paulo, 2016; FRIES, E. Roberto, *A Boa-Fé Objetiva nos Contratos com Cláusula de Earn-Out: Conduas e Comportamentos de Compradores e Vendedores*, 28 e ss., Diss., Porto Alegre, 2022.

notou, “even the most well-negotiated earn-out provision will give rise to a dispute”.⁸¹

Com efeito, constituindo já em geral as operações de M&A um terreno fértil de litígios⁸², não será excessivo dizer, a julgar pela “praxis” e abundante casuística judicial⁸³, que a popularidade e as inegáveis vantagens destas cláusulas são apenas porventura suplantadas pelo alto grau de litigiosidade e conflito que lhe anda associado – o que está bem ilustrado, aliás, pelas advertências que titulam numerosos estudos na matéria.⁸⁴

Entre as fontes ou *áreas de litígio* mais frequentes, incluem-se a interpretação e aplicação das regras do mecanismo de “earn-out” (“maxime”, métricas relevantes); o apuramento e cálculo dos pagamentos de “earn-out” devidos (“maxime”, no caso de alterações contabilísticas relevantes); as vicissitudes da superestrutura jurídica, organizativa ou financeira da empresa-alvo durante o período de “earn-out” (v.g., fusões, cisões, alienações, alterações ou cessões de controlo, aumentos de capital, etc.); a imputação ao comprador de comportamentos oportunistas de frustração ou perturbação do funcionamento do mecanismo (“maxime”, ações ou omissões na qualidade de sócio ou administrador suscetíveis de afetar os direitos do vendedor ao preço contingente, v.g., alterações materiais do negócio, produtos ou clientes da empresa, reorganizações ou transferências intragrupo, despedimento de trabalhadores-chave); e a imputação ao vendedor de comportamentos oportunistas de manipulação ou insuflamento artificial do mesmo mecanismo (“maxime”, nos casos em que aquele se mantenha na administração da empresa, v.g., decisões de maximiza-

⁸¹ MATHIEU, Kenneth/SCHMELTZ, Vincent, *Disputes Resolution as a Part of Your Merger or Your Acquisition Agreement*, 70, in: 1 “Michigan Journal of Private Equity & Venture Capital Law” (2012), 61-92.

⁸² WACHTER, Gerhard, *M&A Litigation. M&A Recht im Streit*, 4. Aufl., RWS Verlag, Köln, 2022; ZIEMS, H. Daniel, *M&A Disputes*, Kluwer Law International, 2023. Entre nós, GOMES, J. Ferreira, *M&A – Aquisição de Empresas e de Participações Sociais*, 405 e ss., AAFDL, Lisboa, 2022.

⁸³ De acordo com um inquérito internacional realizado pela “Grant Thornton” em 2017, os “earn-outs” constituem a principal área de conflito pós-closing das operações de M&A (*A Smarter Way to Get Deals Done – International Survey on Sale and Purchase Agreements*, 18 e s., London, 2017).

⁸⁴ ADEL, Robert, *Earn-Outs: Don’t Trade a Handshake Today for a Lawsuit Tomorrow*, in: “Orange County Business Journal” (2013), 1-2 disponível em <https://ceoclubofmarin.com/wp-content/uploads/2014/06/earnouts-rod-adel-article.pdf>; MÜSSNICH, F. Maciel, *A Cláusula de Earn-Out na Aquisição de Sociedades: Solução ou Postergação do Problema?*, in: AA.VV., “Direito Societário, Mercado de Capitais, Arbitragem e Outros Temas”, vol. III, 977-994, Quartier Latin, São Paulo, 2021; STEFFEN, Boris, *The Earn-Out Provision: A Tool to Mitigation or a Path to Litigation?*, in: 37 “American Bankruptcy Institute Journal” (2018), 62-64.

ção no curto-prazo dos resultados desta, em prejuízo da sua saúde financeira ou comercial após o termo do período de “earn-out”).⁸⁵

§4 Natureza Jurídica

1. Aspetos Gerais

I. As cláusulas de “earn-out”, tal como os contratos de M&A em que se inserem, possuem indubitavelmente uma *natureza comercial*: conquanto assentando no figurino geral da compra e venda (arts. 874.º e segs. do CCivil), eles possuem uma natureza objetiva e subjetivamente mercantil, já que são concluídos entre empresários (arts. 2.º, segunda parte, e 13.º do CCom) e estão previstos na lei comercial, além de serem celebrados por aqueles com um intuito lucrativo (arts. 2.º, primeira parte, e 463.º, n.º 5 do CCom).⁸⁶

II. No mapa-múndi das tipologias ou modalidades principais, e entre outras características, encontramos-nos diante de contratos de natureza *sinagmática* (sendo fonte para ambas as partes de obrigações ligadas entre si por um nexo de reciprocidade, “maxime”, entrega da empresa e pagamento de um preço), *onerosa* (envolvendo atribuições patrimoniais para ambas as partes, estando excluído qualquer “animus donandi”), *formal* (cuja celebração, mercê da magnitude dos interesses envolvidos, reveste forma voluntária e até, por vezes, forma legal: cf. arts. 219.º e segs., 875.º e 1112.º, n.º 3 do CCivil, art. 228.º do CSC), *simultaneamente obrigacional e real* “*quod effectum*” (que é fonte de obrigações, além de habitualmente produzir efeitos translativos de direitos reais), *parcialmente aleatória* (já que possuem um significado patrimonial para uma ou ambas as partes que, fruto do caráter contingente do preço, não é possível determinar de antemão em toda a sua extensão), e frequentemente *complexa* (que envolve uma

⁸⁵ Entre muitos, vide BODFIELD, Emily/OXLEY, Rick, *Earnouts: Where the Legalese “Efforts Standard” Matters*, Koley Jessen Publications, 2023; CAPARELLI, Christopher/GOLDMAN, Erica, *Managing Earn-Out Provision Litigation Risk: Avoiding Common Pitfalls*, 2023, in: <https://www.torlys.com/our-latest-thinking/publications/2023/1/1r-2023/managing-earn-out-provision-litigation-risk>); CONWAY, Michel/GARRETT, Nathaniel/LOVRIEN, Christopher, *Earnout Provisions: When Litigation Arises and How to Avoid It*, Jones Day White Paper, 2024; MILLER, Randall, *Top Six Legal Issues in Earnout Suits*, in: SRR (2013), 1-4; SCHIERSING, Niels, *Earn-Out Disputes – An Introduction*, in: 38 (3) “Asa Bulletin” (2020), 580-601.

⁸⁶ Sobre os critérios da comercialidade dos contratos, vide ANTUNES, J. Engrácia, *Direito dos Contratos Comerciais*, 27 e ss., 8.ª reimpressão, Almedina, Coimbra, 2023; GOMES, J. Costa, *Contratos Comerciais*, 15 e ss., Almedina, Coimbra, 2013.

pluralidade de negócios, formalmente autónomos mas funcionalmente ligados, que constituem entre si uma unidade negocial, v.g., acordos parassociais, opções, “escrow agreements”).

III. Aspeto importante é que os contratos de compra e venda empresarial com cláusula de “earn-out” não são *contratos de cooperação empresarial*: muito embora tal cláusula possa integrar componentes colaborativas (“maxime”, manutenção do vendedor na gestão da empresa vendida) e seja fonte de importantes deveres de colaboração recíproca entre as partes contratantes durante o período de “earn-out”, ela não transforma o contrato num instrumento destinado a estabelecer, organizar e disciplinar uma relação jurídica duradoura para a realização de um fim económico comum (v.g., “joint venture”, consórcio, associação em participação)⁸⁷. Também não são *contratos parciários*: muito embora os interesses das partes contratantes sejam paralelos durante o período de “earn-out” (já que a valorização futura da empresa pretendida pelo comprador terá reflexos no adicional de preço a encaixar pelo vendedor), eles não deixam de ser independentes e contrapostos já que a atribuição patrimonial de uma das partes (transferência da propriedade da empresa) é o fundamento e razão de ser da outra (recebimento do preço), numa típica sinalagmaticidade de custos e benefícios recíprocos (“do ut des”)⁸⁸. Muito menos poderão aqueles ser confundidos com *contratos de sociedade*: de facto, os contratos de M&A com cláusula de “earn-out” não transformam as respetivas partes em sócios, nem as suas prestações patrimoniais são entradas, nem vão endereçados a instituir uma partilha do risco económico da exploração da empresa social (já que os lucros e perdas desta, tais como os direitos e obrigações societários, competem exclusivamente ao comprador, seu “proprietário”).⁸⁹

⁸⁷ ANTUNES, J. Engrácia, *Os Contratos de Cooperação Empresarial*, in: LVIII “Scientia Iuridica” (2009), 249-279. Sobre a permanência do vendedor na gestão da empresa vendida, vide *supra* § 3.5 (II).

⁸⁸ LOPES, Luiz, *Os Contratos de Parceria e o Futuro Código Civil*, Livraria Cruz, Braga, 1966. Sublinhe-se que, em certas modalidades de “earn-out”, a componente parciária pode adquirir um particular protagonismo: tal o caso de o mecanismo de preço contingente ficar diretamente indexado aos lucros sociais anuais da empresa vendida (cf. *supra* § 2.2 (II)).

⁸⁹ Sobre os elementos constitutivos do contrato de sociedade (art. 980.º do CCivil), ANTUNES, J. Engrácia, *Direito das Sociedades*, 67 e ss., 12.ª edição, Porto, 2025. Sobre a questão, vide ainda PIVA, L. Zordan, *O Earn-Out na Compra e Venda de Empresa*, 92 e ss., Quartier Latin, São Paulo, 2019; VISCHER, Markus, *Earn Out-Klauseln in Unternehmenskaufverträgen*, 512 e 514, in: 98 “Schweizerische Juristen-Zeitung” (2002), 509-517.

4.2. Sua Natureza Condicional

I. Os contratos de M&A com cláusula de “earn-out” constituem negócios de *natureza condicional*, uma vez que a produção de um dos seus efeitos jurídicos nucleares (obrigação de pagamento do preço pelo comprador) fica subordinada à verificação de eventos futuros e incertos.

II. Antes do mais, sublinhe-se que as operações de aquisição de empresas ou “M&A” – qualquer que seja a sua modalidade operativa (oferta pública ou negociação particular) – são frequentemente, por vontade das partes ou até por previsão da lei, *negócios condicionais*.

Assim sucede nas operações de aquisição através de *oferta pública de aquisição*, onde o próprio legislador previu expressamente a faculdade de o oferente sujeitar a eficácia da oferta à ocorrência de certos eventos futuros e incertos (art. 124.º do CVM)⁹⁰. Uma ilustração conhecida são as *cláusulas condicionais de sucesso*, que, visando garantir a aquisição do controlo societário e assim o êxito da OPA sobre a empresa cotada, subordinam a eficácia jurídica da oferta à sua aceitação por parte de um número mínimo de acionistas ou de uma percentagem mínima de capital/votos da sociedade visada, usualmente fasquias percentuais atributivas do controlo⁹¹

E assim sucede amiúde nas operações de aquisição através de *negociação particular*, onde a condicionalidade voluntária é também um traço característico da respetiva estruturação e conteúdo – havendo até quem fale, a este respeito, da “*aquisição condicional de empresas*”⁹². A gama das cláusulas condicionais previstas

⁹⁰ Sobre as OPA condicionadas, vide CÂMARA, Paulo, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 711 e ss., 4.ª edição, Almedina, Coimbra, 2018; GARCIA, A. Teixeira, *OPA – Da Oferta Pública de Aquisição e Seu Regime Jurídico*, 106 e ss., Coimbra Editora, Coimbra, 1995. Desenvolvidamente sobre o tema, vide REUTER, Thomas, *Das bedingte Übernahmeangebot*, especialmente 92 e ss., Schulthess Juristische Medien AG, Zürich, 2002

⁹¹ A. Teixeira GARCIA: “Do que se trata é de sujeitar a conclusão do contrato, que se propõe através da OPA, a uma condição suspensiva” (*OPA – Da Oferta Pública de Aquisição e Seu Regime Jurídico*, 107, Coimbra Editora, Coimbra, 1995); Paulo CÂMARA: “A cláusula de sucesso representa uma condição de aquisição. O que está em causa não é uma condição de lançamento, mas uma condição da eficácia dos negócios transmissivos que a oferta tem em vista” (*Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 712, Almedina, Coimbra, 2018); J. Calvão da SILVA: “O montante mínimo [de ações] funciona como condição suspensiva: o contrato fica sujeito à verificação do evento futuro e incerto da obtenção do número mínimo de títulos pretendidos pelo oferente” (*Oferta Pública de Aquisição (OPA: Objeto)*, 227, in: “Estudos de Direito Comercial (Pareceres)”, 199–246, Almedina, Coimbra, 1996).

⁹² ROCHA, F. Afonso, *A Aquisição de Empresas com Sujeição a Condições Suspensivas: Entre as Cláusulas Depreciativas e as Cláusulas de Revisão de Preço*, 397, in: XI “Revista de Direito das Sociedades” (2019), 395–428. No mesmo sentido Paulo CÂMARA e M. Brito BASTOS: “Também de grande frequência na

nos negócios aquisitivos empresariais é muito ampla, tanto do ponto de vista do seu objeto – subordinando a eficácia jurídica do negócio “in toto”, ou apenas de um ou mais efeitos negociais em particular, à verificação ou não verificação de eventos futuros e incertos – quanto do ponto de vista do seu arco temporal – podendo abranger condições precedentes, concorrentes ou subsequentes à conclusão. Pense-se, por exemplo, nas condições de fecho (“conditions precedent”)⁹³, nas cláusulas MAC e MAE⁹⁴, nas cláusulas de garantia (“warranties”), nas cláusulas “market flex”⁹⁵, etc., incluindo em sede da obrigação de pagamento do preço do comprador (“maxime”, algumas cláusulas de revisão e de ajustamento de preço⁹⁶).

III. Descendo um patamar, isto é também verdade no caso particular – de que aqui agora curamos – das *cláusulas de “earn-out”*. Com efeito, constitui entendimento dominante da doutrina e da própria jurisprudência, tanto nacional como estrangeira, a atribuição às cláusulas de “earn-out” da *natureza jurídica de condição suspensiva* (“aufschiebende Bedingung”, “condition suspen-

praxis negocial é a estipulação de cláusulas que condicionam a efetivação da transmissão [da empresa] à realização ou não de determinados eventos [futuros e incertos]” (*O Direito da Aquisição de Empresas: Uma Introdução*, 42, in: Câmara, Paulo (coord.), “Aquisição de Empresas”, 13-64, Coimbra Editora/Wolters Kluwer, Coimbra, 2011).

⁹³ Sobre tais cláusulas, associando-lhe a natureza de condição suspensiva, vide CÂMARA, Paulo/BASTOS, M. Brito, *O Direito da Aquisição de Empresas: Uma Introdução*, 42, in: Câmara, Paulo (coord.), “Aquisição de Empresas”, 13-64, Coimbra Editora/Wolters Kluwer, 2011.

⁹⁴ Atribuindo também a natureza de cláusulas “condicionais” às cláusulas MAC ou MAE, vide NEVES, D. Bordeira/ROCHA, F. Afonso, *Alteração das Circunstâncias, Cláusulas MAC e Mecanismos de Condicionalidade em OPAs*, 559 e ss., in: 2 “Revista de Direito Financeiro e dos Mercados de Capitais” (2021), 537-570; SÁ, F. Oliveira, *Cláusulas «Material Adverse Change» em Contratos de Compra e Venda de Empresa*, 430, in: “Estudos em Memória do Professor Paulo Sendin”, 427-444, UC Editora, Lisboa, 2012.

⁹⁵ Sobre as chamadas garantias autónomas, vide PIRES, C. Monteiro, *Aquisição de Empresas e de Participações Acionistas*, 65, Almedina, Coimbra, 2018. Também assim S. Araújo MATIAS: “Quanto à estrutura, a prática negocial portuguesa tende a inserir nos contratos comerciais várias cláusulas deste tipo. Estas cláusulas estão, em regra, dispersas no contrato e são de tipo condicional” («Representations and Warranties»: *Da Origem ao Ordenamento Jurídico Português*, Diss., Lisboa, 2021).

⁹⁶ Qualificando também algumas das cláusulas de revisão de preço como condicionais, vide ROCHA, F. Afonso, *A Aquisição de Empresas com Sujeição a Condições Suspensivas: Entre as Cláusulas Depreciativas e as Cláusulas de Revisão de Preço*, 401 e ss., in: XI “Revista de Direito das Sociedades” (2019), 395-428; MARTINS, A. Soveral, *Transmissão de Participações Sociais e Cláusulas de Revisão de Preço*, 42, in: “I Congresso Direito das Sociedades em Revista”, 41-52, Almedina, Coimbra, 2011; noutros quadrantes, BUSCHINELLI, G. Kik, *Compra e Venda de Participações Societárias de Controle*, 179, Diss., São Paulo, 2017. Sobre a distinção entre cláusulas de revisão de preço (“price adjustment clauses”) e de preço contingente (“earn-out clauses”), vide já *supra* § 1.5 (II).

sive”, “condizione sospensiva”) em matéria da obrigação de preço do respetivo comprador.

IV. Em *Portugal*, são diversos os autores que expressamente reconduzem as cláusulas em apreço ao instituto da condição suspensiva. Alguns exemplos.

«Juridicamente, as cláusulas “earn-out” constituem verdadeiras *condições, em regra de natureza suspensiva*, cuja verificação, após a celebração do contrato ou do “closing”, determinaram o preço total a pagar pela aquisição da empresa. Este elemento de condicionamento do preço final permite distinguir as cláusulas “earn-out” das comuns “closing conditions”, cuja finalidade é o condicionamento de todo o negócio de aquisição. Com estas, as partes pretendem que todo o negócio fique dependente da verificação de condições que entendem como essenciais para a produção dos efeitos translativos (v g., a obtenção de determinadas autorizações administrativas) e não apenas o preço» (F. Oliveira e Sá)⁹⁷; «As cláusulas *earn-out* constituem o *expoente do negócio condicional* no âmbito das cláusulas de revisão de preço: com a sua estipulação procura-se condicionar a determinação do preço à verificação de certos resultados ou acontecimentos dentro de um determinado período temporal (o *earn-out period*)» (F. Afonso Rocha)⁹⁸; «A cláusula de *earn-out*, mesmo introduzindo um elemento de aleatoriedade à obrigação de pagamento do preço, qualifica-se como uma *condição imprópria*, à qual se aplica, analogicamente e devidamente ponderadas as diferenças entre as duas figuras, o regime da condição suspensiva» (H. Marques Candeias)⁹⁹; «As cláusulas *earn-out*, muito comuns no tráfego negocial, permitem resolver alguns conflitos no que concerne ao preço a pagar. [São] dois os elementos caracterizadores das cláusulas em apreço: a indeterminação do preço no momento do “closing” e o condicionamento do pagamento de outras quantias à verificação de um facto futuro e incerto. Conclui-se, deste modo, que estamos perante *verdadeiras condições, em regra, suspensivas*» (M. Beatriz Cordeiro)¹⁰⁰; «A introdução destas cláusulas faz com que as partes *subordinem o contrato a uma condição suspensiva*, pois só após a sua celebração é que se determina o preço a pagar pela aquisição da empresa. Estas estipulações nego-

⁹⁷ *A Determinação Contingente do Preço de Aquisição de uma Empresa Através de Cláusulas “Earn-Out”*, 405, in: Câmara, Paulo (coord.), “Aquisição de Empresas”, Coimbra Editora/Wolters Kluwer, Coimbra, 2011.

⁹⁸ *A Aquisição de Empresas com Sujeição a Condições Suspensivas: Entre as Cláusulas Depreciativas e as Cláusulas de Revisão de Preço*, 405, in: XI “Revista de Direito das Sociedades” (2019), 395-428.

⁹⁹ *A Cláusula de Earn-Out nos Contratos de M&A*, 274, in: XV “Revista de Direito das Sociedades” (2023), 245-274 (falando aqui de condição imprópria, por considerar que tal cláusula não se reporta à produção de efeitos do negócios, mas sim à sua determinação).

¹⁰⁰ *As Cláusulas de Variação de Preço na Aquisição de Empresas*, 39, Diss., Lisboa, 2019.

ciais que condicionam a determinação do preço de aquisição da empresa à verificação de certos resultados ou acontecimentos, sejam de natureza jurídica, económica ou material, dentro de determinado período, designam-se por cláusulas *earn-out*» (C. Freitas Caldas)¹⁰¹; «Desta forma, tais cláusulas [*earn-out*] caracterizam-se pela incerteza do preço no momento do “closing”, sendo o pagamento de outras quantias condicionado à verificação de acontecimentos futuros e incertos. [...] Assim, entendemos tratar-se de *condições suspensivas*, as quais poderão ser positivas, observando-se uma alteração da situação existente, ou negativas, implicando a manutenção dum estado de coisas» (A. Alves Gomes).¹⁰²

V. Situação não dissemelhante pode ser encontrada na doutrina e jurisprudência de numerosos ordenamentos jurídicos, europeus e não só. Tal o caso da *Alemanha*, onde é dominante o entendimento segundo o qual as cláusulas de “*earn-out*” – aí designadas como “*Ergebnisabhängige Preisvereinbarungen*” “*Erfolgsabhängiger Kaufpreise*” ou “*variable Kaufpreis*” – revestem a natureza de condições de natureza suspensiva (“*aufschiebende Bedingungen*”) sujeitas ao regime geral das condições, previsto nos §§ 158 e segs. do “*Bürgerliches Gesetzbuch*”¹⁰³. Em *Itália*, o enquadramento técnico e dogmático das cláusulas de “*earn-out*” – aí designadas por vezes como “*clausole di prezzo variable*” ou “*clausole di prezzo differito*” – é também realizado pela doutrina transalpina mediante o recurso à figura da condição suspensiva (“*condizione sospensiva*”) e ao conexo regime legal das condições dos contratos previsto nos arts. 1353 e segs. do “*Codice Civile*”¹⁰⁴. E em *França*, às cláusulas de “*earn-out*” – aí também

¹⁰¹ *Share Deals: Compra e Venda de Participações Sociais*, 49, Diss., Lisboa, 2013.

¹⁰² *A Aquisição Indireta de Empresas – Share Deal*, 67, Diss., Lisboa, 2020. Embora bastante escassas na matéria, existem decisões da nossa *jurisprudência* que apontam num sentido convergente: um exemplo é o Acórdão da Relação de Lisboa de 5 de maio de 2009 (JOSÉ AUGUSTO RAMOS), relativo a um negócio de compra e venda direta de empresa (“*asset deal*”) (in: www.dgsi.pt).

¹⁰³ “As partes [de um contrato de venda de empresa] podem não convergir sobre o montante do preço, em virtude de possuírem visões divergentes sobre o futuro da empresa. A fim de permitir a conclusão do contrato apesar das diferentes perspetivas quanto ao seu preço, podem as partes fazer depender uma parte do preço da venda do desempenho futuro do negócio da empresa. Este preço é também designado «*earn-out*». Do ponto de vista jurídico, trata-se de uma condição suspensiva no sentido do § 158, Abs. I do BGB” (SCHULZ, Martin, *Kaufpreis*, 899, in: Hölter, Wolfgang (Hrsg.), “*Handbuch Unternehmenskauf*”, 883-905, 10. Aufl., Verlag Otto Schmidt, Köln, 2022).

¹⁰⁴ “A cláusula de “*earnout*” subordina o pagamento de componente integrante do preço não tanto a um termo, mas antes a uma condição [...]. De todo o exposto, afigura-se correto sustentar, de um ponto de vista jurídico, a aplicação abstrata à cláusula de “*earnout*” da disciplina do art. 1353 do Código Civil, relativo à condição nos contratos” (SCIORTINO, Andrea/MICHELINI, Federico, *Il Prezzo nei Contratti di Acquisizione: Locked Box, Aggiustamento ed Earn-Out*, 334, in: 3 “*I Contratti –*

conhecidas como “clauses de complément de prix”, “clauses de prix variable”, ou “clauses d’intéressement” – têm sido também atribuídas pela doutrina e jurisprudência gaulesas a natureza de condição suspensiva (“*condition suspensive*”), sujeitas enquanto tais ao regime das obrigações condicionais previsto nos arts. 1304 e segs. do “Code Civil”.¹⁰⁵⁻¹⁰⁶

VI. O art. 270.º do CCivil português, sob a epígrafe “noção de condição”, dispõe o seguinte: “as partes podem subordinar a um acontecimento futuro e incerto a produção dos efeitos do negócio jurídico ou a sua resolução: no primeiro caso, diz-se suspensiva a condição; no segundo, resolutiva”.

Nos termos da lei, a *condição* pode assim definir-se como a cláusula voluntária (“as partes podem”) que tem por objeto e finalidade precípua fazer depender a eficácia de um ou mais efeitos de um negócio jurídico (“a produção dos efeitos do negócio jurídico ou a sua resolução”) à verificação de um ou mais eventos caracterizados por serem posteriores à celebração e por se desconhecer se ocorrerão (“acontecimento futuro e incerto”)¹⁰⁷. Ora, as cláusulas de “earn-out” *preenchem todos os elementos constitutivos da noção legal*: através dela, as partes (comprador e vendedor) de um negócio jurídico (compra e venda de empresa) visam subordinar a produção de um dos efeitos negociais nucleares (preço) à verificação de eventos futuros e incertos posteriores a respetiva celebração (“earn-out targets”) durante um período posterior à conclusão do negócio (“earn-out period”).

Rivista di Dottrina, Giurisprudenza e Pratiche Contrattuali Nazionali e Internazionali, Arbitrato e Mediazione” (2023), 323–338).

¹⁰⁵ “Com efeito, a cláusula de earn-out traduz-se num complemento de preço cujo pagamento fica subordinado a uma *condição*, ou seja, um evento futuro e incerto” (CONSTANTIN, Alexis, *Mobilisation des Droits Sociaux: Précisions sur le Régime des Clauses de Complément de Prix dans les Cessions de Droits Sociaux, Dites Clauses d’Earn Out*, 134, in: 1 “Revue Trimestrielle de Droit Commercial” (2012), 129–134).

¹⁰⁶ Que não se trata de um entendimento exclusivamente europeu, é o que o demonstra também o caso do Brasil: “A ligação entre o “earn-out” e a *condição suspensiva* é bem compreendida porque a condição faz com que o manifestante da vontade como que ajusta o futuro ao presente; obvia a imprevisibilidade; leva em conta factos que podem vir a acontecer, ou não acontecer. Diante dessas considerações, compreende-se as metas vinculadas ao “earn-out” como fatos que, ao serem atingidos, darão início à eficácia da cláusula, promovendo todos os seus efeitos, como o pagamento do preço contingente» (PIVA, L. Zordan, *O Earn-Out na Compra e Venda de Empresas*, 85, Quartier Latin, São Paulo, 2019).

¹⁰⁷ Sobre a figura da condição, vide AFONSO, A. Isabel, *A Condição – Reflexão Crítica em Torno de Subtipos de Compra e Venda*, UCP Editora, Porto, 2014; FERREIRA, Durval, *Negócio Jurídico Condicional*, Almedina, Coimbra, 1998; GERALDES, J. Oliveira, *Tipicidade Contratual e Condicionalidade Suspensiva*, Wolters Kluwer/Coimbra Editora, Coimbra, 2010.

No universo geral das condições, trata-se ainda de uma condição de natureza *suspensiva*, isto é, que subordina à produção dos efeitos jurídicos do negócio à eventual ocorrência do evento futuro e incerto (e já não à cessação de tais efeitos); de natureza *própria*, isto é, em que estão presentes todos os elementos legais definidores da condição (natureza voluntária da sua estipulação e natureza futura e incerta dos eventos condicionantes), não correspondendo a qualquer condição imposta por lei (“*conditio iuris*”) ou respeitante a eventos pretéritos (“*condicio in preasens vel in preaterium collata*”); de natureza *parcial*, isto é, em que a suspensão da eficácia diz apenas respeito a um dos efeitos negociais (obrigação de pagamento do preço do comprador), e não ao negócio “*in toto*”; de natureza usualmente *positiva*, isto é, em que a verificação do evento condicionante é suscetível de conduzir a um aumento do preço-base dos contratos de compra e venda de empresa (embora também possa revestir natureza negativa nos casos de “*reverse earn-out*”, conduzindo a uma redução desse preço); de natureza usualmente *mista*, isto é, em que a verificação dos eventos condicionantes fica simultaneamente dependente de factos alheios (v.g., álea económica, condições do mercado, preferências dos consumidores) e factos dependentes (“*maxime*”, nos casos de permanência dos vendedores na gestão da empresa) da vontade das partes contratantes; de natureza usualmente *automática*, isto é, cujo efeito jurídico suspenso se produz com a mera verificação do evento condicionante, sem necessidade de qualquer manifestação de vontade ulterior; e de natureza *lícita e juridicamente vinculativa*, isto é, física e legalmente possível (art. 271.º do CCivil) e incindível do negócio a que vai aposta.

Bibliografia

- ACCORNERO, ANDREA, *Le Clause di Earn-Out nei Contratti di Compravendita di Partecipazioni Societarie*. In: 10 “*Le Società – Rivista di Diritto e Pratica Commerciale Societaria e Fiscale*” (2017), 1077-1097
- AFONSO, A. ISABEL, *A Condição – Reflexão Crítica em Torno de Subtipos de Compra e Venda*, UCP Editora, Porto, 2014
- ALMEIDA, C. FERREIRA, *Contratos*, vol. I. 7.ª edição, Almedina, Coimbra, 2022
- ALVES, D. RODRIGUES, *Determinabilidade, Negociação e Elaboração das Cláusulas de Preço Contingente (Earn-Out) nas Operações de Compra e Venda de Participação Societária ou de Estabelecimento e Análise dos Conflitos à Luz da Boa Fé Objetiva*. Dissertação, São Paulo, 2016
- ANDRADE, F. SIEBENEICHLER, *Notas Sobre o Enquadramento da Cláusula de Earn-Out na Teoria Geral do Contrato de Compra e Venda*. In: 25 “*Revista Brasileira de Direito Civil*” (2020), 141-154

RDC X (2025), 3-4, 543-585

- ANNEREAU, DOMINIQUE, *Le Complément de Prix dans les Cessions de Droits Sociaux (Ou Clause d’Earn-Out)*. Dissertação, Paris, 2015
- ANTUNES, J. ENGRÁCIA, *A Empresa como Objecto de Negócios – “Asset Deals” versus “Share Deals”*. In: 68 “Revista da Ordem dos Advogados” (2008), 715-793
- ANTUNES, J. ENGRÁCIA, *Das Obrigações Pecuniárias Em Especial*. In: VI “Revista de Direito Civil” (2021), 243-317
- ANTUNES, J. ENGRÁCIA, *Direito dos Contratos Comerciais*. 9.^a reimpressão, Almedina, Coimbra, 2024
- ANTUNES, J. ENGRÁCIA, *Direito das Sociedades*. 12.^a edição, Porto, 2025
- ANTUNES, J. ENGRÁCIA, *Os Contratos de Cooperação Empresarial*. In: LVIII “Scientia Iuridica” (2009), 249-279
- BAUMS, THEODOR, *Ergebnisabhängige Preisvereinbarungen in Unternehmenskaufverträgen (“Earn-Outs”)*. In: 25 “Der Betrieb” (1993), 1273-1276
- BERTREL, JEAN-PIERRE/BERTREL, MARINA, *Le Complément de Prix de Cession ou «Earn-Out»*. In: 175 “Droit et Patrimoine” (2008), 44-52
- Bodfield, Emily/ Oxley, Rick, *Earnouts: Where the Legalese “Efforts Standard” Matters*. Koley Jessen Publications, 2023
- BROWN-OKRUHLIK, STEPHEN, *Cross-Border Earnout Disputes*. In: 25 “Commercial & Business Litigation” (2024), 4-8
- BUSCHINELLI, G. KIK, *Cláusula de Determinação Contingente do Preço (Earn Out) na Compra e Venda de Participações Societárias*. In: Lamachia, C. (coord.), “Estudos de Direito Empresarial”, 171-197
- BUSCHINELLI, G. KIK, *Compra e Venda de Participações Societárias de Controle*. Dissertação, São Paulo, 2017
- BUSO, DONATELLA/DEVALLE, ALAIN, *I Pagamenti Variabili e Differiti nell’Acquisto di Pacchetti Azionari: Gli Earn Out*. In: 6 “Società & Contratti, Bilanci & Revisione” (2019), 71-77
- CABRALES, J. MARÍA, *Cláusulas de Earn-Out en Operaciones de Compraventa de Empresa: Herramienta Eficaz para Minimizar el Riesgo en Transacciones*. In: “Diario La Ley” (2024), n.º 10605, 1-5
- CALDAS, C. FREITAS, *Share Deals: Compra e Venda de Participações Sociais*. Dissertação, Lisboa, 2013
- CÂMARA, PAULO, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*. 4.^a edição, Almedina, Coimbra, 2018
- CÂMARA, PAULO (coord.), *Aquisição de Empresas*. Coimbra Editora/ Wolters Kluwer, Coimbra, 2011
- CANDEIAS, H. MARQUES, *A Cláusula de Earn-Out nos Contratos de M&A*. In: XV “Revista de Direito das Sociedades” (2023), 245-274

- CEBRIÁ, L. HERNANDO, *El Contrato de Compraventa de Empresa – Extensión de su Régimen Jurídico a las Cesiones de Control y Modificaciones Estructurales de Sociedades*. Tirant lo Blanch, Valencia, 2005
- CONSTANTIN, ALEXIS, *Mobilisation des Droits Sociaux: Précisions sur le Régime des Clauses de Complément de Prix dans les Cessions de Droits Sociaux, Dites Clauses d’Earn Out*. In: 1 “Revue Trimestrielle de Droit Commercial” (2012), 129-134
- CONTI, A. NUNES/VON ADAMEK, M. VIEIRA, *A Cláusula de Earn-Out (Parcela Contingente do Preço) em Aquisições de Empresas no Direito Brasileiro*. In: 8(2) “Res Severa Verum Gaudium” (2023), 4-25
- CONWAY, MICHEL/GARRETT, NATHANIEL/LOVRIEN, CHRISTOPHER, *Earnout Provisions: When Litigation Arises and How to Avoid It*. Jones Day White Paper, 2024
- CORDEIRO, M. BEATRIZ, *As Cláusulas de Variação de Preço na Aquisição de Empresas*. Dissertação, Lisboa, 2019
- COURET, ALAIN, *Les Clauses d’Earn Out dans la Jurisprudence*. In: 3 “Revue des Sociétés” (2010), 165-170
- CROSIO, STEFANO/GREGORI, CLAUDIA, *Acquisizione di Società ad Elevato Contenuto Tecnologico: Clausole di Earn-out e Dichiarazioni e Garanzie del Venditore*. In: 16(3) “Contratto e Impresa” (2000), 1109-1123
- DE LUCA, NICOLA/SCHIAVOTTIELLO, FABIO, *Cessione di Partecipazioni a Prezzo Simbolico e Clausola di Earn-Out*. In: 11 “Le Società” (2021), 1214-1218
- DOM, JEAN-PHILIPPE, *Défense du Cédant Bénéficiaire d’Une Clause d’Earn-Out*. In: 3 “Revue des Sociétés” (2010), 162-165
- DRYGALA, TIM/WÄCHTER, GERHARD, *Kaufpreisanpassungs- und Earnout-Klauseln in M&A Transaktionen*. Beck, München, 2016
- FERREIRA, DURVAL, *Negócio Jurídico Condicional*. Almedina, Coimbra, 1998
- FRANKEL, MICHAEL, *Save That Deal Using Earn-Outs*. In: 16(2) “Journal of Corporate Accounting & Finance” (2005), 21-25
- FREUND, JAMES, *Anatomy of a Merger: Strategies and Techniques for Negotiating Corporate Acquisitions*. Law Journal Seminars Press, New, York, 1975
- FRIES, E. ROBERTO, *A Boa-Fé Objetiva nos Contratos com Cláusula de Earn-Out*. Dissertação, Porto Alegre, 2022
- GARCIA, A. TEIXEIRA, *OPA – Da Oferta Pública de Aquisição e Seu Regime Jurídico*. Coimbra Editora, Coimbra, 1995
- GERALDES, J. OLIVEIRA, *Tipicidade Contratual e Condicionalidade Suspensiva*. Wolters Kluwer/Coimbra Editora, Coimbra, 2010
- GEVURTZ, FRANKLIN/SAUTER, CHRISTINA, *Mergers and Acquisitions*. West Academic, St. Paul, 2018
- GOMES, A. ALVES, *A Aquisição Indireta de Empresas – Share Deal*. Dissertação, Lisboa, 2020

- GOMES, J. FERREIRA, *M&A – Aquisição de Empresas e de Participações Sociais*. AAFDL, Lisboa, 2022
- GRANT THORTON, *A Smarter Way to Get Deals Done – International Survey on Sale and Purchase Agreements*. London, 2017
- GUNDERSEN, MARK, *Seller, Beware: In an Earnout, the Buyer Has Doubts; the Seller Has Hopes*. In: 14(4) “Business Lawyer Today” (2005), 49-53
- HENSSELER, MARTIN, *Risiko als Vertragsgegenstand*. Mohr Siebeck, Tübingen, 1994
- HILGARD, MARK, *Earn-Out-Klauseln beim Unternehmenskauf*. In: 48 “Betriebs-Berater” (2010), 2912-2919
- KÄSTLE, FLORIAN/OBERBRACHT, DIRK, *Unternehmenskauf – Share Purchase Agreement*. Beck, München, 2005
- KOHER, NINON/ANG, JAMES, *Earnouts in Mergers: Agreeing to Disagree and Agreeing to Stay*. In: 73(3) “Journal of Business” (2000), 445-476
- KOTZENBAUER, JÖRG, *Variable Kaufpreisgestaltung durch Earn-Out-Klauseln in Unternehmenskaufverträgen*. Norderstedt, Grin Verlag, 2014
- MARGET, ISABELLE/BRIAN, GUILLAUME, *Acquisition de Sociétés Innovantes et Clauses d’Earn Out*. In: “Fusions & Acquisitions Magazine” (2018), 53-57
- MARTINS, A. SOVERAL, *Transmissão de Participações Sociais e Cláusulas de Revisão de Preço*. In: “I Congresso Direito das Sociedades em Revista”, 41-52, Almedina, Coimbra, 2011
- 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 Objectiva”) do Earn Out*. In: 11 “Revista de Arbitragem e Mediação” (2012), 153-188
- MATHIEU, KENNETH/SCHMELTZ, VINCENT, *Disputes Resolution as a Part of Your Merger or Your Acquisition Agreement*. In: 1 “Michigan Journal of Private Equity & Venture Capital Law” (2012), 61-92
- MATIAS, S. ARAÚJO, «Representations and Warranties»: *Da Origem ao Ordenamento Jurídico Português*. Dissertação, Lisboa, 2021
- MONTEIRO, A. PINTO/PINTO, P. MOTA, *Compra e Venda de Empresa – A Venda de Participações Sociais como Venda de Empresa (“Share Deal”)*. In: 137 “Revista de Legislação e de Jurisprudência” (2007), 76-102
- MORENO, J. MARTÍ/BOIX, D. GUERREA, *El Earn Out y la Eventual Problemática del Precio Variable en Operaciones M&A*. In: “Diario La Ley” (2018), n.º 9169, 1-12
- MÜSSNICH, F. MACIEL, *A Cláusula de Earn-Out na Aquisição de Sociedades: Solução ou Postergação do Problema?*. In: AA.VV., “Direito Societário, Mercado de Capitais, Arbitragem e Outros Temas”, vol. III, 977-994, Quartier Latin, São Paulo, 2021
- NEVES, D. BORDEIRA/ROCHA, F. AFONSO, *Alteração das Circunstâncias, Cláusulas MAC e Mecanismos de Condicionalidade em OPAs*. In: 2 “Revista de Direito Financeiro e dos Mercados de Capitais” (2021), 537-570

- PENZO, GIOVANNI, *Earn-Out e Dintorni*. In: 38 “Le Società” (2019), 822-826
- PINHEIRO, L. LIMA, *Cláusulas Típicas dos Contratos do Comércio Internacional*. In: AA.VV., “Estudos de Direito do Comércio Internacional”, vol. I, 239-269, Almedina, Coimbra, 2004
- PIRES, C. MONTEIRO, *Aquisição de Empresas e de Participações Acionistas*. Almedina, Coimbra, 2018
- PIRES, C. MONTEIRO, *Cláusula de Preço Fixo, de Ajustamento de Preço e de Alteração Material Adversa, e Cláusula de Força Maior*. In: 80 “Revista de Direito das Sociedades” (2020), 73-93
- PIRES, C. MONTEIRO, *M&A: Riscos e Algumas Cláusulas Controversas*. In: AA.VV., “Riscos no Direito Privado e na Arbitragem”, 367-400, Almedina, Coimbra, 2023
- PIVA, L. ZORDAN, *O Earn-Out na Compra e Venda de Empresas*. Quartier Latin, São Paulo, 2019
- POITRINAL, FRANÇOIS-DENIS/PAROT, JEAN CLAUDE/REIG, PHILLIPE, *Cessions d’Entreprise: Les Conventions d’Earn Out*. In: “Droit des Sociétés – Actes Pratiques” (1998), 5-22
- POMERO, FEDERICA/DI BARI, FRANCESCO, *Le Clausole di Earnout nei Contratto di Compravendita di Azioni*. In: “Diritto Bancario” (2024), 1-14
- QUINN, BRIAN, *Putting Your Money Where Your Mouth Is: The Performance of Earnouts in Corporate Acquisitions*. In: 81 “University of Cincinnati Law Review” (2013), 127-172
- REUTER, THOMAS, *Das bedingte Übernahmeangebot*. Schulthess Juristische Medien AG, Zürich, 2002
- ROCHA, F. AFONSO, *A Aquisição de Empresas com Sujeição a Condições Suspensivas: Entre as Cláusulas Depreciativas e as Cláusulas de Revisão de Preço*. In: XI “Revista de Direito das Sociedades” (2019), 395-428.
- ROMERO, ROQUE, *Earnouts: Advantages, Disadvantages and How to Structure Them*. In: 6(22) “International In-House Counsel Journal” (2013), 1-10
- RUSO, F. CASTRO, *Das Cláusulas de Garantia nos Contratos de Compra e Venda de Participações Sociais de Controlo*. In: 2(4) “Direito das Sociedades em Revista” (2011), 115-136
- SÁ, F. OLIVEIRA, *A Determinação Contingente do Preço de Aquisição de uma Empresa Através de Cláusulas “Earn-Out”*. In: Câmara, Paulo (coord.), “Aquisição de Empresas”, 401-415, Coimbra Editora/ Wolters Kluwer, Coimbra, 2011
- SAINTOURENS, BERNARD, *L’Efficacité de la Clause d’«Earn-Out» à l’Épreuve du Droit Commun des Contrats*. In: 10 “Revue des Sociétés” (2022) 546-55
- SCHIERSING, NIELS, *Earn-Out Disputes – An Introduction*. In: 38 (3) “Asa Bulletin” (2020), 580-601
- SCHRÖDER, MARCEL, *Risiken, Funktionen und rechtliche Grenzen von Earn-Out-Klauseln*. Grin Verlag, Norderstedt, 2017

- SCHULZ, MARTIN, *Kaufpreis*. In: Hölters, Wolfgang (Hrsg.), “Handbuch Unternehmenskauf”, 883–905, 10. Aufl., Verlag Otto Schmidt, Köln, 2022
- SCIORTINO, ANDREA/MICHELINI, FEDERICO, *Il Prezzo nei Contratti di Acquisizione: Locked Box, Aggiustamento ed Earn-Out*. In: 3 “I Contratti – Rivista di Dottrina, Giurisprudenza e Pratiche Contrattuali Nazionali e Internazionali, Arbitrato e Mediazione” (2023), 323–338
- STEFFEN, BORIS, *The Earn-Out Provision: A Tool to Mitigation or a Path to Litigation?*. In: 37 “American Bankruptcy Institute Journal” (2018), 62–64
- TANNENBAUM, FRED, *How to Structure Contingent Purchase Price Provisions (Earnouts)*. In: “The Practical Lawyer” (2010), June, 33–43
- VISCHER, MARKUS, *Earn Out-Klauseln in Unternehmenskaufverträgen*, in: 98 “Schweizerische Juristen-Zeitung” (2002), 509–517
- VON BRAUNSCHWEIG, PHILLIP, *Variable Kaufpreisklauseln in Unternehmenskaufverträgen*. In: “Der Betrieb” (2002), 1815–1818
- WACHTER, GERHARD, *M&A Litigation. M&A Recht im Streit*. 4. Aufl., RWS Verlag, Köln, 2022
- WESCH, FREDERIK, *Material Adverse Change-und Earn-Out-Klauseln in Unternehmenskaufverträgen*. Verlag Kovac, Hamburg, 2023
- ZIEMS, H. DANIEL, *M&A Disputes: How They Happen, How to Resolve Them, How to Avoid Them*. Kluwer Law International, Alphen aan den Rijn, 2023
- ZORITA, L. BORREO, *Reflexiones sobre los “Earn-Outs” en Operaciones de M&A y Algunos Supuestos Específicos de Aplicación*. In: 15 “Revista Lex Mercatoria” (2020), 64–74

