

Pareceres

OS CONCEITOS DE “EBITDA”, “BRAZILIAN GAAP” E “JUROS SELIC”

LUIZ GASTÃO PAES DE BARROS LEÃES

1. Exposição e consulta. 2. O conceito de EBITDA e a exclusão dos encargos financeiros. 3. Os princípios contábeis geralmente aceitos (GAAP) que deverão prevalecer no cálculo do EBITDA. 4. Princípios da interpretação dos contratos.

1. Exposição e consulta

1.1 Aires e Pestana — Advogados nos honram com a seguinte consulta. Clientes do escritório, pessoas físicas, alienaram as participações societárias que detinham nas Editoras (...) (doravante designadas apenas A&S), sociedades por quotas de responsabilidade limitada, mediante a celebração de um *Quota Purchase Agreement* (Contrato de Compra e Venda de Quotas), firmado em 18.8.1999, doravante denominado simplesmente QPA, ou apenas Contrato. Esse QPA dispõe que o preço de aquisição das quotas, pactuado no Contrato, se decompõe em duas parcelas: uma fixa e outra variável. O montante variável, denominado de *Earn-Out Amount*, deverá ser pago nos sete anos consecutivos à venda das editoras, em parcelas sucessivas, desde que atingidas determinadas condições.

1.2 O cálculo desse *Earn-Out Amount* seria, por sua vez, baseado no EBITDA, que é, como se sabe, uma medida de prática universal utilizado nos processos avaliatórios de sociedades. Nesse sentido, o Contrato dispõe de dispositivos específicos seja sobre o cálculo do *Earn-Out Amount*, seja

sobre a apuração do EBITDA. Trata-se das Cláusulas 2.1.1 (b), (c), (d), (f) e 2.3, bem como da Cláusula 14.2, relativa à solução de disputas.

1.3 As partes não estão de acordo nem quanto à inteligência a ser emprestada à definição dos *Agreed GAAP*, adotada pelo Contrato, nem quanto à forma de apuração do EBITDA. Em síntese, os Vendedores entendem que os *Agreed GAAP* devem obedecer aos princípios contábeis geralmente aceitos no Brasil, sendo o EBITDA calculado pelos Compradores de forma compatível com as práticas habituais adotadas no negócio de edições educacionais no País. Já os Compradores defendem a idéia de que os *Agreed GAAP* não seriam propriamente os princípios contábeis geralmente aceitos no Brasil, mas aqueles que eles próprios aplicam nos negócios de edições educacionais, a nível mundial.

1.4 Ao ensejo do Primeiro Relatório (*First report*), redigido pelos auditores da A&S, o cálculo, para fins de apuração do *Earn-Out Amount*, elaborado pelos Compradores, desconsiderou certos itens, de tal forma que, logo para efeito da primeira parcela, o exercício findo de 1999 não te-

ria atingido o EBITDA mínimo exigível, que provocaria o pagamento pelos Compradores do *Earn-Out Amount* devido aos Vendedores. Estes, em sentido oposto, acreditam que, se fosse incluído no conceito de *interest* alguns outros encargos financeiros (v.g., variação cambial e variação monetária), e, caso fosse excluído do cálculo do EBITDA vários itens não-operacionais, esse EBITDA mínimo certamente teria sido alcançado.

1.5 A consulta que nos foi presente versa sobre essa controvérsia e vem instruída dos seguintes documentos:

(i) Contrato de Compra e Venda de Quotas (QPA), nas versões em inglês e em português, firmado entre os Vendedores e as Compradoras, a (...) S/A e a (... S/A);

(ii) Carta enviada pela (...) e (...), datada de 28.1.2000, com o cálculo do EBITDA relativo ao exercício de 1999;

(iii) Contra-notificação (*Vendor's Notice*) enviada pelos Vendedores à (...) e (...), datada de 28.9.2000;

(iv) Carta-resposta entregue em 26.10.2000 pela (...) e (...).

1.6 Em face do exposto, os consultantes nos formulam os seguintes quesitos:

(i) De acordo com Contrato, seria possível o termo *Agreed GAAP*, definido na Cláusula 2.1 (c) do instrumento, ser interpretado sem levar em consideração os princípios contábeis geralmente aceitos no Brasil, inclusive normas legais e normas dos órgãos regulamentadores da profissão de contador no Brasil?

(ii) A expressão “as consistently applied by the Purchaser”, constante da definição do termo *Agreed GAAP*, do Contrato, refere-se apenas ao comprador estrangeiro (...), ou também ao comprador brasileiro (...)?

(iii) Poder-se-ia conceber uma “aplicação consistente por parte dos Compradores” que afastasse, de plano, os princípios contábeis geralmente aceitos no Brasil?

(iv) A expressão “in conformity with customary practices in the educational publishing business”, também constante da definição do termo *Agreed GAAP*, (a) autoriza os Compradores a afastarem de forma total desse conceito a prática contábil que vinha sendo utilizada pelas Editoras A&S antes da venda do controle acionário? (b) ainda que se pudesse afastar tal prática, autorizaria ao Comprador estrangeiro aplicar a sua própria prática, sem verificar e demonstrar quais as práticas adotadas de maneira generalizada no mercado de livros educacionais?

(v) Esse mercado seria o mercado comprador brasileiro, o mercado do comprador estrangeiro ou um conceito que envolvesse a ambos os dois mercados?

(vi) A expressão *interest*, constante da definição de EBITDA (Cláusula 2.1 (c) do Contrato), inclui reajustes monetários e variação cambial de financiamentos (a) de fornecedores e (b) bancários?

1.7 Embora de caráter econômico-financeira, a questão aqui sumariada, e de que resultou as perguntas acima formuladas, tem também nítido envolvimento jurídico, pois, no Brasil, a correção monetária e a variação cambial dos passivos faz parte da apuração do lucro operacional, afetando a lucratividade da empresa. Além disso, o conceito de EBITDA tem por objetivo separar a *performance* da empresa dos efeitos negativos dos financiamentos da atividade operacional, cuja estrutura obedece igualmente a parâmetros baixados por normas legais.

2. O conceito de EBITDA e a exclusão dos encargos financeiros

2.1 O valor de uma empresa em operação (*going concern*), para efeito de negócios de alienação, é estimado segundo vários métodos, prevalecendo, na prática, dois métodos básicos. O primeiro método de avaliação, que vê a empresa como orga-

nização produtora de renda mediante a venda de bens e serviços no mercado, consiste em projetar a geração de caixa líquida por um certo período, convertendo essa renda futura em valor presente, mediante a aplicação de uma determinada taxa de desconto (*discounted cash flow valuation model* ou simplesmente DCF). O segundo método avalia a empresa vista, por abstração, como entidade estática, ou seja, o valor da empresa correspondendo ao valor líquido do patrimônio da sociedade, vinculado à atividade empresarial (*Asset-based valuation model*).

2.2 Os dois métodos se completam, porquanto de nenhuma valia é a projeção da renda produzida pela empresa, se não for certo que lhe estejam vinculados os recursos financeiros ativos e passivos que constituem o patrimônio líquido aplicado em sua atividade. E é certo também que o balanço patrimonial é o documento que reflète ou deve refletir com fidelidade tais recursos financeiros, embora não sirva, por si só, para indicar o valor de venda dos bens desse patrimônio. Na formação desse valor influem também contingências ocultas, assim como superveniências ativas, que só se materializam no futuro, embora tenham nascido de atos ou fatos ocorridos antes da alienação. Para assegurar-se tanto quanto possível da fidelidade do balanço patrimonial e da identificação desses elementos, tomados como base para a fixação do preço — ou parte do preço — os compradores costumam realizar auditorias e trabalhos de *due diligence*.¹

2.3 Daí a idéia de, no QPA ora em exame, compor o preço da empresa em duas porções, uma fixa e outra variável. A *parte fixa* tomaria como base o balanço patrimonial consolidado da A&S, levantado em 31.12.1998, por ocasião das Demonstrações Financeiras de exercício, submetido a prévia *due diligence*. Com base nessa peça

contábil, a quantia foi determinada, levando-se em conta que, como revelado pelos Vendedores, não fora efetuado nenhum pagamento a título de dividendos entre aquela data e o fechamento do Contrato, ressalvado, porém, que os Vendedores fizeram com que as A&S promovessem uma série de transferências de ativos, pormenorizadamente descrita no Anexo 4.1.1.2, e devidamente aceita pelos Compradores (Cláusula 2.1.2).

2.4 Já a *parte variável* — o denominado *Earn-Out Amount* — é determinada pela aplicação do EBIDTA, fórmula de cálculo do fluxo de caixa das empresas, via de regra utilizada nos processos avaliatórios das sociedades em funcionamento, mormente nos que praticam o método do fluxo de caixa descontado (DCF), em que a avaliação da empresa se opera mediante a projeção da renda a ser gerada por um certo período, subsequente à venda, e a conversão dessa renda futura em valor presente (Cláusula 2.1.1 (b), (c), (d) e (e)). A utilização do conceito EBIDTA no QPA como método para se calcular o *Earn-Out Amount* se justifica na medida em que essa parte variável do preço se define justamente como forma de pagamento do valor da empresa — estimada pela capacidade de gerar lucro — a ser efetuado com recursos produzidos pela própria empresa adquirida, *verbis*: “*Earn-Out in mergers and acquisitions, supplementary payments, not part of the original acquisition cost (fixed amount), based on future earnings of the acquired company above a predetermined level*”.²

2.5 O EBIDTA — abreviatura de *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization* — é a fórmula de cálculo para a determinação do fluxo de caixa da empresa, compreendendo o lucro operacional, antes das despesas financeiras, do imposto de renda e dos encargos das de-

1. Tom Copeland, Tim Koller e Jack Murrin, *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, 2ª ed., John Wiley & Sons, Inc., 1995.

2. Verbete do *Barron's Financial Guides, Dictionary of Finance and Investments Terms*, 4ª ed., EUA, 1955.

preciações e amortizações. Nele se inclui todos os tipos de itens operacionais, inclusive a maioria das receitas e despesas. Excluem-se, no entanto, as receitas e despesas financeiras, os ganhos e perdas de operações encerradas, eventos extraordinários e receitas de investimentos não-operacionais. Exclui-se, também, o imposto de renda, tanto o decorrente da sua atividade operacional, objeto de provisão corrente ou diferida, quanto o atribuído às despesas e receitas financeiras e a itens não-operacionais. O EBITDA procura, assim, detectar exclusivamente o *fluxo de caixa operacional*, considerado como instrumento hábil a refletir a capacidade de gerar lucros da organização empresarial negociada, base do preço suplementar da transação.

2.6 O EBITDA é, assim, uma medida, utilizada nas avaliações das empresas, que tem por escopo determinar o fluxo de caixa relativo às atividades operacionais, desconsiderando-se todos os eventos não-operacionais ou efeitos ligados a eventos descontínuos ou extraordinários. As despesas de depreciação e de amortização são aditadas aos ganhos antes da incidência dos juros e dos impostos (EBIT).³ Daí que pressupõe um fluxo de caixa *livre*, no qual o custo de capital, antes do imposto de renda, é utilizado como taxa de desconto, excluindo-se todas as despesas de capital de terceiros, assim como os encargos para a formação de capital de giro.⁴ Trata-se, em suma, de uma forma de mensuração que leva em consideração exclusivamente o lucro operacional oriundo do confronto entre as receitas e as despesas decorrentes das operações básicas da sociedade — o *core business* — na medida em que apenas esse lucro reflete a verdadeira capacidade de geração de renda da empresa, objeto da remuneração a ser honrada pela parcela variável do preço.

3. Gerald I. White, Ashwinpaul C. Sondhi e Dov Fried, *The Analysis and Use of Financial Statements*, 2ª ed., Nova York-Chichester, John Wiley & Sons, Inc., 1998, p. 179.

4. Aswath Damodaran, *Avaliação de Investimentos*, Rio, Qualitymark, 1997, capítulo 12.

2.7 Daí porque *todos os serviços das dívidas* relacionados com o uso de capital de terceiros, sejam de fornecedores, sejam de instituições financeiras, devem ser segregados e desconsiderados na apuração do ganho, incluindo-se, nesses serviços financeiros, não somente os juros, mas a correção monetária, a variação cambial e os demais encargos. Para efeito dessa exclusão, parte-se do pressuposto teórico de que a empresa básica (*pro forma company*) não tem débitos com terceiros, e, caso os tenha, serão eliminados ou substituídos pelo novo adquirente: "Instead of applying a multiple to projected after-tax earnings in the fifth year, the analyst may elect to work with other revenue streams: gross revenues, net operating earnings, EBIT (net earnings before deducting interest and taxes) or cash flow, perhaps making adjustments to the particular stream based on special factors. Thus, if the company will be carrying a debt burden as of the valuation date, it is the custom to value it debt-free on a pro forma basis, meaning that: (i) Earnings are increased by adding back the amount of interest payable (the pro forma company has no debt); (ii) The appropriate multiple is applied and then; (iii) The principal amount of the debt is subtracted from the resultant number. In such a calculation, if the projection shows excess cash balances as of the valuation date, the debt is reduced by the amount of the cash to reflect a hypothetical pay-down of debt by the company immediately prior to its pro forma debt-free valuation. Similarly, if the firm is likely to require significant capital investment in the future, the cash-flow forecast is fine tuned to account for that expectation".⁵

2.8 O pagamento de um *Earn-Out Amount* numa operação de compra de uma empresa dá à transação a natureza de um nítido investimento realizado, ao menos em parte, com base no retorno propiciado pela empresa adquirida (*venture-type return on*

5. Joseph W. Bartlett, *Venture Capital*, Nova York-Chichester, John Weley & Sons, 1988, p. 243.

equity), o que a aproxima de uma *leverage buyout* (LBO), ou seja, de uma aquisição de empresa lastreada em empréstimos que serão saldados com a renda gerada pela própria sociedade adquirida. Ora, nessa hipótese, até os próprios financiadores trabalham com base no fluxo de caixa determinado pela aplicação do EBIT, com exclusão das despesas financeiras e dos impostos, pois só lhes interessam a grandeza ou a magnitude do lucro de caixa gerado pela empresa, que servirá para saldar o empréstimo: “Lenders will also calculate loan values as a function of historical cash flow; the usual figure they work with is EBIT — that is, net earnings before interest and taxes. Interest is ignored because the lender is starting the calculation afresh, on the assumption that all debt will be replaced, and figuring out what Newco can afford by way of interest. Taxes have been excluded on the theory that, with a substantial increase in interest deductions after the financing, taxes will not in fact be paid”.⁶

2.9 Assim sendo, na expressão *interest*, constante da definição de EBITDA, devem ser agregados, inquestionavelmente, todos os encargos financeiros incorridos pela empresa, seja a que título for, como a correção gráfica da moeda de pagamento do preço avençado. No Brasil, aliás, na própria composição da *taxa básica de juros*, já estão incluídas as verbas relativas à correção monetária e à variação cambial. Assim, desde já podemos dizer (invertendo a ordem dos quesitos da consulta e respondendo inicialmente ao último deles), que, na expressão “juros”, constante da definição do EBITDA, adotada pela QPA, necessariamente se incluem os reajustes monetários e a variação cambial tanto de financiamentos bancários quanto de fornecedores.

2.10 Com efeito, basta verificar como se compõe a taxa básica de juros vigente em nosso País, para se constatar a procedência dessa afirmação. Valemo-nos aqui da exposição do Professor Edmar Lisboa

Bacha. Levando-se em conta o fato de que estamos inseridos numa economia globalizada, o ponto de partida para se estabelecer a taxa básica de juros nacional é a taxa que os investidores podem obter com os títulos reputados os mais seguros no mercado mundial, que são os títulos do Tesouro norte-americano. Esses títulos pagam atualmente uma taxa de juros de 4,5% ao ano, para os papéis de dois anos. Em cima desse valor, devemos agregar o chamado “risco Brasil”, que reflete a diferença entre a segurança do pagamento dos títulos americanos e a dos títulos brasileiros, no exterior. Essa diferença pode ser apurada a partir da remuneração que o investidor venha a obter, adquirindo no mercado secundário os títulos da dívida externa emitidos pelo governo brasileiro. Por exemplo, o título denominado IDU, com prazo médio de dois anos (que em janeiro de 2001 se extinguiu), pagava uma remuneração de 6,5% em dólar (o *Eligible Interest* (EI), recentemente emitido, de prazo bem mais longo, não serve aqui como termo de comparação). Logo, cabe concluir que o custo cobrado pelo “risco Brasil” é de 2% ao ano. Até aqui os títulos cotejados são emitidos em dólar, com taxa de juros também em moeda americana.⁷

2.11 Cumpre doravante levar em consideração a desvalorização sofrida pela moeda brasileira em relação ao dólar, para obter a taxa de juros em reais. Suponhamos que o investidor tenha adquirido um título do governo brasileiro em reais e queira cobrir-se da desvalorização cambial durante o período em que mantiver a posse do papel. Nesse caso, ele poderá ir ao mercado a termo e comprar dólares a uma taxa prefixada, para um ano, pagando um prêmio, igual a diferença entre a chamada taxa coberta do dólar dentro de um ano e a taxa do mercado do dólar à vista. Este prêmio está na casa dos 6% ao ano, e se compõe,

7. Edmar Lisboa Bacha, “A composição da taxa de juros”, in *Anais do Seminário sobre Aspectos Jurídicos do Sistema Financeiro*, Escola Nacional da Magistratura, 1997, pp. 5 ss.

6. Joseph W. Bartlett, ob. cit., pp. 393-397.

por sua vez, de duas parcelas: (i) a desvalorização cambial projetada pelo Governo e (ii) o risco de uma desvalorização mais acentuada. A se manter a taxa de desvalorização do Real em relação ao dólar, efetuada pelo Banco Central, que é de 0,4% ao mês, temos aproximadamente 4,8% ao ano de desvalorização projetada. A diferença de 1,2%, apurada entre os 6% do prêmio e os 4,8% da desvalorização, consubstancia o custo do "risco cambial", ou seja, o risco de que haja uma desvalorização mais acentuada.

2.12 Resta o imposto de renda retido na fonte, que é de 15% ao ano sobre o ren-

dimento nominal dos títulos, ou seja, algo em torno de 3% ao ano sobre o valor do papel. Antes de somarmos esses diversos componentes, cabe levar em conta o efeito da composição desses diversos valores, pois a desvalorização cambial incide não só sobre o valor do título, mas sobre o valor do título acrescido dos juros em dólar. Acrescentemos uma verba igual a 0,3% ao ano. Feita a soma, chegamos ao valor da taxa básica de juros no País, em torno de 15,8% ao ano, que é aquela, de resto, que o Governo brasileiro paga aos seus títulos em reais (veja Quadro 1).

Quadro 1

DECOMPOSIÇÃO DA TAXA BÁSICA DE JUROS

Itens	% ao ano
Taxa de juros dos títulos do Tesouro americano com prazo de dois anos	4,5
Risco Brasil (diferença entre a taxa do Tesouro americano e os títulos brasileiros da dívida externa)	2,0
Custo da cobertura das desvalorizações cambiais (no mercado futuro do dólar)	6,0*
Imposto de renda na fonte (15% sobre rendimento nominal)	3,0
Efeito de composição das taxas	0,3
Total	15,8

* 4,8 de desvalorização projetada e 1,2 de risco cambial.

2.13 Ora, as taxas de juros veiculadas pelo Sistema Especial de Liquidação e Custódia — SELIC, administrado pelo Banco Central do Brasil — as taxas SELIC — giram atualmente em volta de 15,75% a.a. (Meta) e 15,79% a.a. (Over), e, como tal, levam em conta a composição básica acima exposta. Como, de resto, levam também em consideração a composição acima exposta os certificados e recibos de depósito bancário (CDB/RDB), emitidos pelas instituições financeiras a taxas prefixadas, com prazo de trinta e trinta e cinco dias, que vencem remuneração mensal à base de 15,18% ao ano. Já os CDB/RDB com pra-

zo de trinta a 120 dias, por sua vez, pagam 15,00% ao ano, acrescido de TR, que é o indexador das operações financeiras pós-fixado, apurado mensalmente. Em síntese, as instituições financeiras realizam as suas operações com base seja em *taxas prefixadas*, seja em *taxas flutuantes*, que levam sempre em conta a composição básica acima exposta, incorporando a seu âmbito a correção monetária e a variação cambial.

2.14 A legislação atual, aliás, que introduziu o Plano Real, disciplinou a utilização de índices de correção das obrigações, distinguindo a sistemática relativa aos

contratos celebrados no mercado financeiro daquela concernente aos contratos de outra natureza (Lei n. 9.069, de 29.6.1995, art. 27 e ss.). Nesse sentido, estabeleceu que a indexação das obrigações em geral se daria, a partir da lei, pelo Índice de Preços ao Consumidor (IPC), reservando a Taxa Referencial — TR exclusivamente para a atualização das operações financeiras (Lei n. 9.069/1995, art. 27, § 5º). Assim, a TR, criada no Governo Collor, passou a ser utilizada com exclusividade nas operações ativas e passivas realizadas pelas instituições financeiras. Adicionalmente à TR, a legislação atual instituiu um sistema diferenciado para as operações financeiras a prazo de duração igual ou superior a sessenta dias, realizadas com base num outro indexador, ou seja, a Taxa Básica Financeira — TBF, através da Medida Provisória n. 1.540, de 18.12.1996 (art. 5º).

2.15 Assim, nas taxas de remuneração dos contratos financeiros, estão sempre presentes dois elementos básicos: (i) aquele destinado a preservar o poder aquisitivo do valor da operação, representado pela correção monetária desse valor, e (ii) aquele correspondente ao rendimento propriamente dito da operação. Nessas condições, lícito é concluir que, na apuração do EBIDTA, para efeito do pagamento da parcela variável do preço das quotas das A&S, objeto do Contrato aqui examinado, devem necessariamente compor o item “juros” ambos esses elementos, porque intimamente ligados. O fato de o Contrato dizer que o *Earn-Out Amount* será apurado pela aplicação do EBIDTA entendido “de acordo com a definição-padrão internacional do termo” (Cláusula 2.1.1 (e) *in fine*) não desautoriza a inclusão dessas verbas no item “juros”, até porque é internacionalmente admitido que nessa rubrica se inserem “todas as despesas financeiras”, dada o princípio nuclear que norteia a utilização desse método na avaliação das sociedades com base no seu *cash flow*, encarada a empresa exclusivamente pelo seu perfil operacional.

3. Os princípios contábeis geralmente aceitos (GAAP) que deverão prevalecer no cálculo do EBIDTA

3.1 Passemos agora a outro tópico. Dispõe o Contrato que as partes contratantes concordam com que o EBIDTA deverá ser calculado em conformidade com os “GAAP Acordados” (*Agreed GAAP*), entendendo-se os *Agreed GAAP* como “os princípios contábeis geralmente aceitos, aplicados no Brasil, conforme utilizados pela parte compradora de forma compatível com as práticas usuais no negócio de publicações educacionais” (Cláusula 2.1.1 (c)). Como se sabe, GAAP é abreviatura para *General Accepted Accounting Principles*. Dispõe também o Contrato que, para efeito da venda da A&S, “as Demonstrações Financeiras foram elaboradas de acordo com os princípios contábeis geralmente aceitos aplicáveis no Brasil, coerentemente utilizados (“GAAP brasileiros”), de acordo com os procedimentos contábeis históricos da A&S, coerentemente aplicados durante os 3 (três) anos que antecedem a data de fechamento do Contrato (“Procedimentos históricos da A&S”), *in verbis*:

“EBITDA means Earning Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization in accordance with the standard international definition of such term. Vendor and Purchaser expressly agree that EBITDA will be calculated by Purchaser in accordance with *Agreed GAAP*” (Article 2.1.1 (c), *in fine*).

“*Agreed GAAP* means generally accepted accounting principles applicable in Brazil and as consistently applied by the Purchaser in conformity with customary practices in the educational publishing business” (*idem*).

“The Financial Statements were prepared in accordance with generally accepted accounting principals applicable in Brazil, consistently applied (Brazilian GAAP), and with the historical accounting practices of AS consistently applied dur-

ing the prior three (3) years before the Closing Date (the 'As Historical Practices')" (Article 4.1.4.2).

3.2 Da leitura sistemática desses dispositivos contratuais, podemos sintetizar essas regras da seguinte forma:

a) As partes contratantes expressamente acordaram no sentido de que o EBITDA, a ser utilizado para a determinação da parte variável do preço de venda das empresas A&S, será calculado pela parte compradora, titular dos livros da empresa após a aquisição, de acordo com os *Agreed GAAP*;

b) Entende-se por *Agreed GAAP* os princípios contábeis geralmente aceitos e aplicados no Brasil (ou seja, os *Brazilian GAAP*), compatíveis com os princípios utilizados pela parte compradora em conformidade com a prática usual no ramo das publicações educacionais;

c) Os balanços das empresas alienadas foram levantados de acordo com os princípios de contabilidade geralmente aceitos, aplicados no Brasil (*Brazilian GAAP*), de forma consistente com o histórico contábil das empresas envolvidas, observado nos três anos anteriores à transação.

3.3 Sustentam os Compradores, na correspondência de 26.10.2000, que a referência no QPA aos *Agreed GAAP*, como base para o cálculo do EBITDA, teve a intenção deliberada de criar um conceito absolutamente distinto dos *Brazilian GAAP*, com funções diferentes na fixação do preço contratualmente ajustado. Os "GAAP brasileiros" seriam utilizados exclusivamente para a determinação da parcela fixa do preço (*Fixed Amount*), calculada com base nos balanços consolidados das empresas A&S. Já os *Agreed GAAP*, com perfil diferenciado, seriam utilizados na determinação da parcela variável do preço de venda (*Earn-Our Amount*). Para confirmar esse entendimento, reportam-se às tratativas preliminares, que teriam levado à celebração do Contrato. Durante essa fase negocial, teria ficado ajustado entre as partes contratantes que os Compradores não discutiriam

os "GAAP brasileiros", nem o histórico contábil das empresas A&S, observados pelo balanço do exercício de 1998, que seria objeto das "declarações e garantias" oferecidas pelos Vendedores (Cláusula 8 do QPA), e tomado como fundamento na determinação da parte fixa do preço ajustado (Cláusulas 2.1.1 (a) e 4.1.4.2 do QPA) — embora manifestassem, na ocasião, "total desacordo com tais práticas contábeis".

3.4 No tocante à parcela variável do preço (*Earn-Out Amount*), contudo, que começaria a ser paga a partir do exercício findo em 31.12.1999, prevaleceriam os *Agreed GAAP*, desconsiderando-se tanto os *Brazilian GAAP* quanto o histórico contábil observado pelos Vendedores até dezembro de 1998. A utilização desses "GAAP Acordados", daí em diante, teria por escopo três objetivos: (a) a mudança em todas as áreas do sistema de avaliação com base no fluxo de caixa (*cash basis*) pelo sistema de realização de receita (*accrual basis*), a fim de assegurar uma adequada comparação entre custos e ganhos; (b) a aplicação de práticas usuais de encargos que oneram os ciclos editoriais compatíveis com a realidade do mercado brasileiro; e (c) a adoção de práticas contábeis utilizadas, por vários anos, no ramo de publicações educacionais pelos Compradores em outras atividades editoriais no resto do mundo, com plena aprovação de auditores internacionais. Em suma, os princípios de contabilidade geralmente aceitos no Brasil e o histórico contábil das empresas transacionadas valeriam apenas em relação ao passado, para o fim de determinar a parte fixa do preço. Já para a fixação da parcela variável do preço, a ser paga no futuro, em sete exercícios seguidos, prevaleceriam os princípios contábeis eleitos pelos Compradores.

3.5 Ora, muito embora sustentem os Compradores que os dispositivos do QPA relacionados com essa parcela variável do preço se exprimam de maneira "clara e sem ambigüidade", confirmando esse entendimento, e asseverem que os "Vendedores anuíram expressamente com a mudança dos

métodos contábeis nos livros das empresas, para efeito do cálculo do *Earn-Out Amount*, nenhuma referência, sequer de passagem, encontramos no Contrato que confirme essa alegação. Até pelo contrário, a própria dicção literal das Cláusulas citadas conspira contra essa inteligência. Segundo o disposto no QPA (Cláusula 2.1.1 (c), os *Agreed GAAP*, utilizados pelos Compradores no cálculo do EBITDA, serão justamente “os princípios de contabilidade geralmente aceitos e aplicáveis no Brasil” — ou seja, os GAAP brasileiros, usados no levantamento do Balanço de 1998, pelos Vendedores — “e coerentemente aplicados pela parte compradora em conformidade com as práticas usuais no ramo das publicações educacionais”.

3.6 Em nenhum momento, seja qual for a nuance que se dê às expressões constantes dessa definição, jamais nos sentimos autorizados a dizer que por *Agreed GAAP* devemos entender os princípios contábeis geralmente aceitos no Brasil, modificados pela prática usada pelos Compradores “em outras atividades editoriais desenvolvidas, através dos anos, ao redor do mundo”. Para chegar a esse entendimento, que desengadamente não se encontra no texto, os Compradores agiriam, de maneira astuta, a ordem das orações, como se pode verificar pelo simples cotejo do dispositivo contratual com a interpretação ensaiada:

a) Cláusula 2.1.1 (c):

“‘Agreed GAAP’ means generally accepted accounting principles applicable in Brazil and as consistently applied by the Purchaser in conformity practices in the educational publishing business.”

b) Correspondência de 26.12.2000, dos Compradores:

“All the above being made with due reference to the ‘customary practices in the educational publishing business... as consistently applied by Purchaser’. This means by reference to the practices already used by the Purchaser in its other publishing activities around the world as they have been

consistently applied over the years and approved by international auditors.”

3.7 Em suma, de acordo com o QPA, o cálculo do EBITDA será levantado pelos Compradores, porque, operada a transferência das quotas, são eles os novos titulares das sociedades e são eles que têm acesso à escrituração contábil das empresas. Esse cálculo — em absoluta aderência aos termos do Contrato — será desenvolvido de conformidade com os chamados “GAAP Acordados”, entendidos como os princípios contábeis geralmente aceitos, aplicados no Brasil, e utilizados de forma compatível pelos Compradores com as práticas habituais no negócio de edições educacionais — *evidentemente habituais no mercado brasileiro*, posto que as empresas alienadas são empresas nacionais e, pelo que sabemos, atuam exclusivamente no mercado deste País.

3.8 Daí que podemos responder aos demais quesitos que nos foram formulados na Consulta, dizendo que:

(i) Em conformidade com o disposto no Contrato, para efeito do cálculo do EBITDA, a expressão *Agreed GAAP* (Cláusula 2.1.1 (c) significa os princípios de contabilidade geralmente aceitos no Brasil (os GAAP brasileiros), materializados em normas legais e normas baixadas por órgãos regulamentadores da atividade contábil, como o Conselho Federal de Contabilidade, afeiçãoados à práticas habituais no ramo editorial das publicações educacionais, vigentes no mercado nacional;

(ii) A expressão *as consistently applied by the Purchaser*, constante da definição de *Agreed GAAP*, simplesmente quer dizer que a parte compradora deve aplicar os princípios de contabilidade geralmente aceitos, tais como vigorantes no Brasil, de maneira compatível com as práticas habituais empregadas no negócio de edições educacionais no mercado nacional;

(iii) Essa aplicação dos princípios contábeis vigorantes no Brasil, de forma “consistente” com a práticas habituais no

mercado editorial de publicações educacionais, não podem evidentemente afastar a aplicação dos “GAAP brasileiros”, tanto mais que, na própria definição dos *Agreed GAAP*, há a remissão expressa a esses princípios, como base informadora do conceito;

(iv) A oração *in conformity with customary practices in the educational publishing business*, constante da definição dos *Agreed GAAP* não autoriza, por certo, os Compradores, ao calcularem o EBITDA para efeito da fixação do montante das parcelas variáveis do preço, a afastarem, de forma total, a prática contábil que vinha sendo utilizada pelas Editoras A&S antes da venda do controle societário. Ainda que pudessem alterá-la, para aplicar a sua própria prática, adquirida no Brasil ou alhures, é curial que cumpriria demonstrar que ela se afeiçoa às práticas habitualmente usadas no mercado editorial brasileiro;

(v) Natural assim a perplexidade que se apoderou dos Vendedores, ao procurar entender a equívoca e maliciosa interpretação construída pelos Compradores. Admitida a alteração a ser imprimida pelos Compradores nos princípios contábeis por práticas utilizadas no mercado editorial de publicações educacionais, pergunta-se, afinal, que mercado seria esse: o mercado brasileiro? o mercado internacional? ou um conceito que envolvesse os dois mercados? A dúvida se justifica na medida em que a parte compradora é constituída de sociedades brasileiras e estrangeiras, que atuam no mercado editorial brasileiro e internacional. É óbvio que constituiria um absurdo científico encontrar uma média ponderada de usos e costumes contábeis, e mais ainda admitir que prevaleçam hábitos contábeis estrangeiros em empresas nacionais. O mais comezinho bom senso nos leva a concluir que eventuais alterações de práticas contábeis em empresas brasileiras só podem recorrer àquelas que foram consagradas pelos usos e costumes vigorantes no mercado nacional.

4. Princípios da interpretação dos contratos

4.1 Para concluir, cabe aqui invocar dois princípios básicos da doutrina de interpretação dos contratos: (a) a interpretação do contrato pelo exame da vontade contratual e (b) a interpretação e efeitos do contrato conforme o princípio da boa-fé objetiva. O primeiro princípio é o da busca da intenção comum das partes, pela via da vontade manifestada no contrato. Como diz J. X. Carvalho de Mendonça, “nos contratos bilaterais, verifica-se não a intenção de cada uma das partes, mas o que aparece como vontade concorde de todas”.⁸ A doutrina não discrepa ao afirmar que se deve, sim, procurar a intenção das partes, como preconiza o art. 85 do Código Civil, mas o princípio da segurança jurídica não permite que o intérprete mergulhe nas profundezas obscuras do foro íntimo, para supor o que tivesse sido a intenção dos contratantes, para fazê-la prevalecer sobre o teor do contrato.

4.2 Carvalho Santos, comentando o citado dispositivo legal, diz que nas declarações de vontade a intenção das partes devem prevalecer sobre o sentido literal da linguagem, mas recomenda que o intérprete não se afaste da significação própria dos termos do ato, a não ser que haja razões convincentes que o façam crer que as palavras foram empregadas em outro sentido que não o natural.⁹ E Carvalho de Mendonça sentencia: “A prova mais exata da vontade das partes deve achar-se no texto literal do negócio jurídico”. Talvez ninguém tenha expressado com tanta justeza e ponderação o pensamento da doutrina sobre o art. 85 do Código Civil como Caio Mário da Silva Pereira: “a segurança social aconselha que o intérprete não despreze a manifestação da vontade ou *vontade declarada*, e procure, já que o contrato resulta do con-

8. Carvalho de Mendonça, *Tratado de Direito Comercial Brasileiro*, v. 1, n. 299, p. 208.

9. Carvalho Santos, *Código Civil Interpretado*, v. II, 4ª ed., 1952, p. 286.

sentimento, qual terá sido a intenção comum dos contratantes, trabalho que nem por difícil pode ser olvidado. (...) Fixar a vontade declarada ou manifestada, guardando fidelidade à intenção das partes, sem a consagração do arbitrário subjetivismo do intérprete, eis a linha de conduta da boa hermenêutica”.¹⁰

4.3 Essa procura da “vontade manifestada ou declarada” foi imposta pelo segundo princípio invocado, ou seja, o *princípio da boa-fé*, preconizado pelo art. 131, 1, do Código Comercial brasileiro: “Sendo necessário interpretar as Cláusulas do contrato, a interpretação, além das regras sobre-ditas, será regulada sobre as seguintes bases: 1 — a inteligência simples e adequada, que for mais conforme à boa-fé e ao verdadeiro espírito e natureza do contrato, deverá sempre prevalecer à rigorosa e restrita significação das partes”. Em estudo sobre esse princípio hermenêutico e integrativo, pondera Antônio Junqueira de Azevedo: “Do confronto entre a posição exclusivamente subjetivista do Código Civil e a objetivista, fundada nos usos e costumes e na boa-fé do Código Comercial, chega-se à uma solução conciliadora, própria da jurisprudência brasileira. (...) A visão tradicional da vontade dos contraentes é completada, como procuramos demonstrar no tópico anterior, pelo princípio da boa-fé e suas exigências”.¹¹

4.4 A inteligência da convenção no sentido que melhor corresponda a boa-fé presumida dos contratantes parte da premissa de que esse princípio domina o comércio jurídico, como regra de recíproca lealdade destinada a dar-lhe certeza e segurança, e não determina se apure se cada um dos contratantes se encontrava de boa-fé ao assinar o contrato, tarefa quiçá impossível, pois implicaria na invasão do foro íntimo das partes (boa-fé subjetiva). Ao intérprete

cabe entender a vontade declarada no contrato pelas partes tal como essa vontade deveria ser manifestada segundo os cânones da boa-fé (boa-fé objetiva).

4.5 Ora, a leitura da *vontade declarada* pelas partes no Contrato evidentemente não leva a concluir, nem que as partes excluíram da expressão *interests*, constante do conceito de EBITDA, as despesas financeiras relativas à correção monetária e à variação cambial, nem que, na definição dos *Agreed GAAP*, base de cálculo do EBITDA, prevaleçam as práticas de contabilidade, relacionadas com a indústria editorial de publicações educacionais, habitualmente empregadas por *uma* das compradoras (a ... S/A) em suas atividades no exterior. Também não se encontra *declarado* no Contrato que o objetivo dos *Agreed GAAP* seria o de legitimar “a alteração de práticas contábeis na escrituração da A&S, a partir do exercício de 1999, para o fim específico de realizar o cálculo para se fixar o *Earn-Out Amount*”, como asseveram os Compradores na correspondência de 26.10.2000 citada. Daí que, dado o absoluto silêncio do Contrato a respeito desse tópico, não se pode admitir que os contratantes, em sã consciência, tivessem ajustado que à parte compradora, que passou a controlar as empresas, e a quem caberá fixar o valor da parcela variável do preço, pudesse alterar, *unilateralmente*, as regras contábeis, que influiriam na determinação do fluxo de caixa, base de cálculo dessa parcela do preço. Contraria os mais simples princípios da boa-fé e até agride o *sinallagma* imanente ao Contrato, que impõe uma certa paridade entre prestação e contraprestação nos contratos bilaterais.

4.6 Ainda que essas “mudanças nos métodos de contabilidade nos livros das empresas A&S, para efeito do cálculo do *Earn-Out Amount* tenham sido objeto de discussão nas tratativas preliminares, elas, decididamente, não se refletiram na *vontade declarada* no Contrato. E ademais foi expressamente pactuado no QPA (Cláusula 17.1) que o Contrato constituía o acordo

10. Caio Mário da Silva Pereira, *Instituições de Direito Civil*, 10ª ed., Rio, pp. 27-28.

11. Parecer publicado na *Revista Forense* 351/275 e ss., jul./set. 2000.

final e exaustivo em relação ao negócio, substituindo todo e qualquer ajuste anterior, *verbis*: “This Agreement constitutes the entirety of the agreement between the Parties with regard to the subject-matter hereof and supersedes any previous agreement or agreements whether verbal or written with regard thereto”.

4.7 Em síntese, é totalmente destituído de razão o entendimento construído pelos Compradores em relação à determinação das parcelas variáveis do preço ajustado para a venda do controle societário das empresas A&S. É o nosso mais sincero parecer sobre a questão.

São Paulo, 19 de janeiro de 2001