


Revista de Direito Mercantil

industrial, econômico e financeiro



Edição Especial – M&A

Vol. nº182/183, ago. 2021/jul. 2022

RDM 182/183

1. CAMPOS, Daniel Pereira; ELIAS, Rafael Cimatti. Partes em contexto: a importância hermenêutica das partes nas opções de compra e venda de participações societárias.
2. SILVA, Ricardo Villela Mafra Alves da. Cláusula de indenização e equilíbrio contratual na compra e venda de participação societária de controle
3. BRAUNE GUERRA, João Paulo. Das SPACs à brasileira às SPACs brasileiras: Uma análise da possível governança corporativa pós-aquisição
4. VELLOSO, Fabiana Pereira. Ex Ante merger control of cross-border M&As in Brazil: case studies of CADE's enforcement of gun jumping
5. ZANELATTO, Natália Villas Bôas. A Cláusula de Alteração Material Adversa – Análise do Caso Twitter v. Elon Musk com base na Jurisprudência da Court of Chancery of Delaware.
6. PERLATI, Renan Varollo. As cláusulas de remédio único e o dolo no direito brasileiro.
7. GINZEL, Alexandre. Interpretação dos contratos de M&A: A inadequação dos cânones de direito privado
8. LIMA, Caio Henrique Carvalho de Siqueira. Execução específica e danos em situações de frustração de operações de M&A
9. CAMPOS, Gustavo Ferreira de. As Fusões e aquisições do direito bancário brasileiro em resposta às falhas de mercado
10. ALMIRALL, Camila Vallim. As cláusulas de declarações e garantias como instrumento de disseminação do reporte padronizado de práticas de sustentabilidade: Uma alternativa possível?
11. NAQUIS, Manoela Bruno Morales. Special Purpose Acquisition Company (SPAC) - Origem, principais controvérsias e perspectivas de regulação no Brasil
12. CICILLINI, Gabriela Moreira. O paradoxo entre a previsão de deal protection devices e o cumprimento dos deveres fiduciários pelos administradores em operações de fusão e aquisição (M&A)
13. VAZ, Ernesto Luís Silva. Impasses societários e a conveniência da utilização da cláusula buy or sell.

ISBN 978-65-6006-071-5

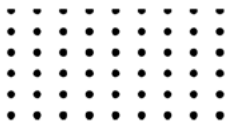


9 786560 060715 >

IDGLOBAL
Instituto de Direito Global

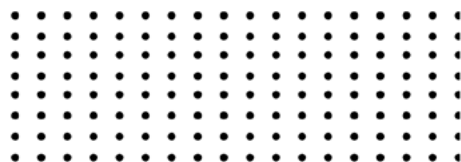
rdm
revista de direito mercantil

EXPERT
EDITORA DIGITAL



Revista de Direito Mercantil

industrial, econômico e financeiro



Edição Especial – M&A

Vol. nº182/183, ago. 2021/jul. 2022

REVISTA DE DIREITO MERCANTIL
industrial, econômicoe financeiro
182/183

Publicação do Instituto Brasileiro de Direito Comercial
Comparado e Biblioteca Tullio Ascarelli do Departamento de
Direito Comercial da Faculdade de Direito da Universidade de
São Paulo

Ano LX (Nova Série)
Agosto 2021/Julho 2022

REVISTA DE DIREITO MERCANTIL
Industrial, econômico e financeiro
Nova Série – Ano LX – ns. 182/183 – ago. 2021/jul. 2022

FUNDADORES:

1 a FASE: WALDEMAR FERREIRA

FASE ATUAL: Profs. Philomeno J. Da Costa E Fábio Konder Comparato

CONSELHO EDITORIAL:

Alexandre Soveral Martins

Carlos Klein Zanini

Jorge Manuel Coutinho de Abreu

Judith Martins-Costa

Paulo de Tarso Domingues

Rui Pereira Dias

Ana de Oliveira Frazão

Gustavo José Mendes Tepedino

José Augusto Engrácia Antunes

Luís Miguel Pestana de Vasconcelos

Ricardo Oliveira Garcia

Sérgio Campinho

COMITÊ DE REDAÇÃO:

Antonio Martín

Calixto Salomão Filho

Eduardo Secchi Munhoz

Francisco Satiro De Souza Junior

José Alexandre Tavares Guerreiro

Juliana Krueger Pela

Mauro Rodrigues Penteadó

Marcos Paulo De Almeida Salles

Newton de Lucca

Paulo Fernando Campos Salles De Toledo

Priscila Maria Pereira Corrêa Da Fonseca

Balmes Vega Garcia

Carlos Pagano Botana Portugal Gouvêa

Erasmus Valladão Azevedo E Novaes
França

Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa

José Marcelo Martins Proença

Luiz Gastão Paes de Barros Leães

Manoel De Queiroz Pereira Calças

Marcelo Vieira Von Adamek

Paula Andréa Forgioni

Paulo Frontini

Rachel Sztajn

Roberto Augusto Castellanos Pfeiffer
Sheila Christina Neder Cerezetti

Rodrigo Octávio Broglia Mendes
Vinícius Marques De Carvalho

COORDENADORES ASSISTENTES DE EDIÇÃO:

Matheus Chebli De Abreu

Michelle Baruhm Diegues

ASSESSORIA DE EDIÇÃO DISCENTE:

Beatriz Leal de Araújo Barbosa da Silva

Daniel Fermann

Heloisa de Sena Muniz Campos

Lara Aboud

Larissa Fonseca Maciel

Luma Luz

Maria Eduarda da Matta Ribeiro Lessa

Mateus Rodrigues Batista

Rafaela Vidal Codogno

Victoria Rocha Pereira

Virgílio Maffini Gomes

REVISTA DE DIREITO MERCANTIL

Publicação semestral da Editora Expert LTDA

Rua Carlos Pinto Coelho, CEP 30664790 Minas Gerais, BH – Brasil

Diretores: Luciana de Castro Bastos, Daniel Carvalho

Direção Executiva: Luciana de Castro Bastos

Direção Editorial: Daniel Carvalho

Diagramação e Capa: Editora Expert

Revisão: Do Autor

A regra ortográfica usada foi prerrogativa do autor.



Todos os livros publicados pela Expert Editora Digital estão sob os direitos da Creative Commons 4.0 BY-SA. <https://br.creativecommons.org/>
"A prerrogativa da licença creative commons 4.0, referencias, bem como a obra, são de responsabilidade exclusiva do autor"

AUTORES: Alexandre Ginzel, Caio Henrique Carvalho de Siqueira Lima, Camila Vallim Almirall, Daniel Pereira Campos, Ernesto Luis Silva Vaz, Fabiana Pereira Velloso, Gabriela Moreira Cicillini, Gustavo Ferreira de Campos, João Paulo Braune Guerra, Manoela Bruno Morales Naquis, Natália Villas Bôas Zanelatto, Rafael Cimatti Elias, Renan Varollo Perlati, Ricardo Villela Mafra Alves da Silva

ISBN: 978-65-6006-071-5

Publicado Pela Editora Expert, Belo Horizonte, Abril de 2024

A Revista de Direito Mercantil agradece ao Instituto de Direito Global pelo fomento à publicação deste volume.

Pedidos dessa obra:

experteditora.com.br

contato@editoraexpert.com.br



EXPERT
EDITORA DIGITAL

AUTORES

Daniel Pereira Campos

Professor de direito dos negócios da Escola de Direito de São Paulo (FGV). Doutorando em direito comercial pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo e mestre em direito comercial (Master of Corporate Law) pela Universidade de Cambridge. Foi pesquisador em direito e economia da University College of London e advogado no escritório Mattos Filho.

Rafael Cimatti Elias

Professor auxiliar de direito das obrigações na Université Paris-Panthéon-Assas. Doutorando em direito civil pela Université Paris-Panthéon-Assas e mestre em direito civil pela Universidade de São Paulo. Foi pesquisador convidado no Institut d’Histoire du Droit Jean Gaudemet da Université Paris-Panthéon-Assas e membro da rede de pesquisa “Privatissimum” (Panthéon-Assas, Fribourg e Liège).

Ricardo Villela Mafra Alves da Silva

Professor Adjunto de Direito Comercial da Universidade do Estado do Rio de Janeiro. Mestre e Doutor em direito empresarial pela UERJ na linha de Empresa e Atividades Econômicas. Mestre (LLM) em Direito Empresarial (Business Law) pela UCLA School of Law. Bacharel em Direito pela Universidade Federal do Rio de Janeiro. Advogado especializado em Direito Societário, Fusões e Aquisições e Mercado de Capitais.

João Paulo Braune Guerra

Doutorando e bacharel em direito pela Universidade de São Paulo (USP), com dupla graduação pela Université Jean Moulin Lyon 3 (Licence en Droit) e período de mobilidade internacional na Universität Luzern (Lucerne, Suíça). Atualmente, é coordenador das atividades da Rede de Estudos e Aprofundamento Legal do Real Digital (REAL), na Faculdade de Direito da USP, e pesquisador no Centro de Regulação e

Inovação Aplicada (CRIA), da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). É membro da Comissão de Direito Bancário da Ordem dos Advogados do Brasil - Seção São Paulo. Advogado no PGLaw.

Fabiana Pereira Velloso

Doutoranda em Direito Comercial pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. Bacharela em Direito pela mesma instituição, com período de mobilidade internacional na Sciences Po Paris. Chefe de Assessoria Substituta no Gabinete do Conselheiro Victor Fernandes no Tribunal do Conselho Administrativo de Defesa Econômica (Cade). Endereço para correspondência: fabiana.velloso@usp.br.

Natália Villas Bôas Zanelatto

Natália Villas Bôas Zanelatto é sócia coordenadora do departamento corporativo da Andersen Ballão Advocacia, baseada em Curitiba e especializada na estruturação de operações societárias, M&A e contratos empresariais complexos. Bacharel em Direito pela Universidade Federal do Paraná, LL.M em Direito Empresarial Europeu e Internacional pela Universidade Panthéon-Assas. Mestranda em Direito dos Negócios pela Escola de Direito da Fundação Getúlio Vargas, onde pesquisa ESG e o mercado de capitais brasileiro. Árbitra e Conselheira da Câmara de Mediação e Arbitragem da Associação Comercial do Paraná (ARBITAC).

Renan Varollo Perlati

Doutorando em Direito Comercial pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. Bacharel em Direito pela Universidade de São Paulo. Advogado. É sócio de Huck Otranto Camargo Advogados.

Alexandre Ginzel

Advogado. Bacharel em direito pela PUC-SP (2017). Mestre em filosofia do direito pela USP (2021). Doutor em direito romano e

sistemas jurídicos contemporâneos pela Università di Roma - Tor Vergata (2022). Doutorando em direito comercial pela USP.

Caio Henrique Carvalho de Siqueira Lima

Bacharel em Direito pela FDRP-USP. Pós-graduado em Direito Societário pelo Insper. Mestre em Direito e Economia pela Universidade de Hamburgo. Mestrando em Direito Comercial pela FD-USP. Pesquisador visitante no King's College London. Advogado no Lefosse.

Gustavo Ferreira de Campos

Mestrando em Direito Comercial e bacharel em direito pela Universidade de São Paulo (USP), com período de mobilidade acadêmica na Université Paris II - Panthéon-Assas. Mestrando em Direito Comercial (Master en Droit des Affaires) pela Université Jean Moulin Lyon 3 e graduado em direito francês (Licence en Droit) pela Université Jean Monet - Saint-Étienne, em acordo de dupla titulação entre a USP e a Université de Lyon. Advogado em São Paulo.

Camila Vallim Almirall

Mestranda em Direito Comercial pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. Bacharel em Direito pela Faculdade de Direito da Universidade Presbiteriana Mackenzie. Atua como advogada especializada em Direito Societário, M&A e Contratos Comerciais.

Manoela Bruno Morales Naquis

Pós-graduanda em Finanças e Economia pela Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getulio Vargas (FGV EESP). Graduada em Direito pela Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getulio Vargas (FGV Direito SP). Diretora do Center for M&A Studies (CM&A). Cofundadora e coordenadora do Grupo de Estudos em Governança Corporativa da FGV Direito SP (GEGC). Assistente de Serviços Jurídicos na área de Direito Societário e M&A. E-mail: manoelanaquis@gmail.com.

Gabriela Moreira Cicillini

Graduada em direito pela Faculdade de Direito de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo e atua como advogada na área consultiva empresarial e digital.

Ernesto Luís Silva Vaz

Doutorando em Direito Comercial na Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. Mestre em Direito Comercial pela FD USP (2010). Bacharel em Direito pela Faculdade de Direito da Universidade Federal de Minas Gerais (2004). Advogado inscrito na Ordem dos Advogados do Brasil (2004) e na Ordem dos Advogados (Portugal) (2015).

SUMÁRIO

Partes em contexto: a importância hermenêutica das partes nas opções de compra e venda de participações societárias15

Daniel Pereira Campos, Rafael Cimatti Elias

Cláusula de indenização e equilíbrio contratual na compra e venda de participação societária de controle53

Ricardo Villela Mafra Alves da Silva

Das SPACS à brasileira às SPACS brasileiras: uma análise da possível governança corporativa pós-aquisição89

João Paulo Braune Guerra

Ex ante merger control of cross-border M&As in Brazil: case studies of CADE's enforcement of gun jumping 109

Fabiana Pereira Velloso

A cláusula de alteração material adversa: uma análise do caso twitter v. Elon R. Musk com base na jurisprudência da *Court of Chancery of Delaware*.....133

Natália Villas Bôas Zanelatto

As cláusulas de remédio único e o dolo no direito brasileiro159

Renan Varollo Perlati

Interpretação dos contratos de M&A: A inadequação dos cânones de direito privado.....195

Alexandre Ginzal

Execução específica e danos em situações de frustração de operações de M&A.....243

Caio Henrique Carvalho de Siqueira Lima

As fusões e aquisições no sistema financeiro nacional em resposta às falhas de mercado e a transferência qualificada de controle acionário no direito bancário brasileiro281

Gustavo Ferreira de Campos

As cláusulas de declarações e garantias (*representations and warranties*) como instrumento de disseminação do reporte padronizado de práticas de sustentabilidade: uma alternativa possível?307

Camila Vallim Almirall

Special purpose acquisition company (SPAC): origem, principais controvérsias e perspectivas de regulação no Brasil327

Manoela Bruno Morales Naquis

O paradoxo entre a previsão de *deal protection devices* e o cumprimento dos deveres fiduciários pelos administradores em operações de fusão e aquisição (M&A).....373

Gabriela Moreira Cicillini

Impasses societários e a conveniência da utilização da cláusula *buy or sell*413

Ernesto Luis Silva Vaz

PARTES EM CONTEXTO: A IMPORTÂNCIA HERMENÊUTICA DAS PARTES NAS OPÇÕES DE COMPRA E VENDA DE PARTICIPAÇÕES SOCIETÁRIAS

Daniel Pereira Campos (FGV, São Paulo)

Rafael Cimatti Elias (Université Paris-Panthéon-Assas, Paris, França)

Resumo: Este artigo busca investigar e sistematizar a importância hermenêutica das partes nas opções de compra e venda de participações societárias. A partir de questões negociais práticas e revisão bibliográfica referentes ao preço de exercício e ao prazo de vigência, analisa-se o potencial hermenêutico de se recorrer às partes que tipicamente figuram nestes contratos. O trabalho inicialmente parte de uma análise conceitual da opção de compra e venda de participações societárias para delimitação do objeto de pesquisa. Na sequência, identificam-se as suas principais funções econômico-negociais, analisando sua natureza jurídica e seus limites normativos. Aborda-se ainda a questão da hermenêutica contratual, analisando os ditames de interpretação de contratos empresariais e o impacto hermenêutico das partes nos contratos. Ao fim, busca-se testar como as partes impactam na interpretação dos contratos de opção de compra e venda, sistematizando os debates sobre as opções e oferecendo um novo padrão analítico para interpretação.

Palavras-chave: opções de compra; opções de venda; participações societárias; interpretação contratual; contratos comerciais; preço de exercício; prazo de vigência.

Abstract: This article seeks to investigate and systematize the hermeneutical importance of the parties in call and put options agreements for equity interests. Starting from practical business issues and from a bibliographical review related to option's exercise price and period of validity, we analyze the hermeneutic potential of observing the parties that typically appear in these contracts. Our

work initially starts from a conceptual analysis of call and put options to define our research object. Next, we identify the main economic-business functions of call and put option agreements, analyzing their legal nature and their normative delimitation. We also address the issue of contract hermeneutics, analyzing the interpretation dictates of business contracts and the general hermeneutic impact of the parties in contracts. Subsequently, our work seeks to test how the parties impact on the interpretation of call and put option contracts, systematizing the debates about put and call options and offering a new analytical standard for interpretation.

Keywords: call options; put options; equity interests; contractual interpretation; commercial contracts; exercise price; period of validity.

1. INTRODUÇÃO

Este trabalho pretende analisar a importância hermenêutica das partes nas opções de compra e venda¹ de participações societárias², a partir de dois problemas práticos relacionados à fixação do preço da opção e do seu prazo de exercício.

A perplexidade que motiva este trabalho decorre da complexidade contratual e negocial do mercado de fusões e aquisições de empresas³. Não há, naturalmente, novidade alguma nesta constatação. Por outro

1 Como se verá no Item 2, opção de compra e venda é um termo amplo que inclui modalidades distintas de cláusulas de opção, como, por exemplo, cláusulas estipulando apenas o “direito de compra” ou cláusulas que estabelecem apenas o “direito de venda”. Assim, neste trabalho, utiliza-se a expressão “opção de compra e venda” genericamente para se referir a todos os tipos de cláusulas abarcados na definição proposta.

2 Utiliza-se o termo em consonância com o conceito e o regime previstos em BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. *Compra e venda de participações societárias de controle*. Editora Quartier Latin do Brasil, 2018.

3 Emprega-se o termo na sua acepção ordinária. Do ponto de vista jurídico, ressalta-se que aquisição de participações societárias e aquisição de empresas são fenômenos distintos, ainda que se admitindo excepcionalmente o regime referente à transmissão de bens às compras de participações, cf. BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. *Compra e venda de participações societárias de controle*. Editora Quartier Latin do Brasil, 2018, item I.B. Ver também: PIRES, Catarina Monteiro. *Aquisições de empresas e de participações acionistas: problemas e litígios*. Coimbra: Almedina, 2018, pp. 83-101. Pelo seu caráter

lado, deve-se reconhecer que a pactuação de contratos de opção de compra e venda no contexto empresarial tem gerado problemas jurídicos adicionais. Em particular, há desafios concretos apontados pela doutrina relativos à determinação do preço e do prazo de exercício. Além disso, no campo normativo, há novos desafios decorrentes das recentes mudanças legislativas nos parâmetros interpretativos, com o advento da Lei nº 13.874/19 (Lei da Liberdade Econômica).

Neste trabalho, portanto, pretende-se averiguar a influência das partes na opção de compra e venda a partir de arranjos contratuais e negociais comumente encontrados na atividade empresarial. Em outros termos, questiona-se: qual seria a importância hermenêutica das partes nas opções de compra e venda, tendo em vista os problemas práticos enfrentados na praxe comercial? Logo, busca-se, a partir de um estudo dogmático e bibliográfico, investigar se há um padrão interpretativo que seja, ao mesmo tempo, calcado em fundamentos hermenêuticos gerais e orientado para resolução dos problemas práticos que advêm desse tipo contratual.

O restante deste trabalho é dividido da seguinte forma: a Item 2 procura situar o objeto do estudo, definindo a opção de compra e venda de participações societárias, apontando as suas principais funções econômicas, analisando sua natureza jurídica e seus limites normativos. A Item 3 aborda a questão da hermenêutica contratual, analisando os ditames de interpretação de contratos empresariais e o impacto hermenêutico das partes nos contratos. A Parte 4 busca testar como as partes impactam na interpretação dos contratos de opção de compra e venda, a partir da análise de problemas interpretativos relacionados à definição do preço e do prazo de exercício da opção. Ao final, uma breve conclusão e indicação de temas futuros de pesquisa.

excepcional e pelo objeto deste trabalho, que não requer a análise destes casos, trataremos neste trabalho da aquisição de participações isoladamente.

2. OPÇÕES DE COMPRA E VENDA

2.1. DEFINIÇÃO E CONCEITO

No direito brasileiro, opções de compra e venda no contexto societário têm sido conceituadas, de modo amplo, como contratos que estabelecem uma relação jurídica na qual um dos sujeitos dessa relação possui o direito de criar uma relação jurídica de compra e venda de participações societárias – pactuação geralmente acompanhada de um prazo ou de condições específicas para seu exercício.⁴

Trata-se, em realidade, de um gênero, admitindo diversas espécies de arranjos contratuais. Inicialmente, pode-se falar, de modo particular, de opção de compra (também denominada *call option*), pela qual a parte beneficiária tem o direito de comprar participações societárias a um preço pré-determinado ou determinável. Um exemplo hipotético de uma típica cláusula de opção de compra:

Opção de compra. O Outorgante concede ao Comprador uma opção de compra, exercível pelo Comprador a seu exclusivo critério a qualquer momento antes da Data de Resolução da Opção de Compra (“Opção de Compra”), segundo a qual o Outorgante deverá vender ao Comprador quaisquer ou todas das Ações com Opção (indicadas no Anexo X), por um preço de compra por ação de R\$ 10,00 (“Preço de Exercício da Opção de Compra”).

Ainda, pode-se falar em opção de venda (*put option*), pela qual a parte beneficiária tem o direito de vender suas participações societárias a um preço pré-determinado ou determinável. Uma cláusula de opção de venda poderia ser assim redigida:

4 IGLESIAS, Felipe Campana Padin. *Opção de compra ou venda de ações no direito brasileiro: natureza jurídica e tutela executiva judicial*. 2011. Dissertação de Mestrado. Universidade de São Paulo, p. 6.

Opção de venda. Caso ocorra uma Alienação de Participações Societárias dos Sócios de Referência a um Terceiro Adquirente nos limites previstos na Cláusula A, o Sócio Investidor terá o direito de vender aos Sócios de Referência uma quantidade de participações societárias igual à quantidade de participações societárias que os Sócios de Referência transferiram para um Terceiro Adquirente nos termos deste Contrato.

Pode-se, ainda, cogitar da pactuação de uma opção de compra e venda, pela qual são estabelecidas opções de compra e opções de venda, cada qual exercível por uma das partes. Abaixo um exemplo de cláusula contratual com opções recíprocas:

Opções de compra e venda. A Parte A concede à Parte B uma opção (“Opção de venda B”) para exigir que a Parte A compre da Parte B até X% do total emitido de Ações da Companhia Alfa e até Y% do total emitido de Ações da Companhia Beta, nos termos estabelecidos na Cláusula X. A Parte B concede à Parte A uma opção (“Opção de compra A”) para exigir que a Parte B venda à Parte A todas as Participações Societárias Optativas, nos termos estabelecidos na Cláusula X.

Por fim, pode-se falar em opções de compra *ou* venda, na qual a parte beneficiária tem o direito de vender suas participações societárias a um preço pré-determinado ou determinável ou o direito de comprar participações societárias da contraparte a um preço pré-determinado (ou determinável). Veja mais uma cláusula hipotética nesse sentido:

Opções em caso de Impasse. No caso de uma situação de Impasse sobre assuntos previstos na Cláusula W deste Acordo de Acionistas da Joint Venture, a

Parte C terá, alternativamente e a seu critério, (a) o direito de vender (“Deadlock Put Option”) todas as suas ações na Joint Venture para a Parte D ou (b) o direito de comprar todas as suas ações na Joint Venture detidas pela Parte D (“Deadlock Call Option”). Em qualquer caso, o preço de venda ou de exercício será o preço justo de mercado, a ser estabelecido em conformidade com a Cláusula W.

Os exemplos são múltiplos e são cada vez mais usuais na prática jurídica de *mergers and acquisitions*, onde surgiram inicialmente. Com efeito, trata-se em realidade de uma importação do modelo de negócio de *put* e *call options* da prática de fusões e aquisições nos Estados Unidos e na Inglaterra, ambos países com sistema de direito consuetudinário (*common law*).

Ainda que as influências conceitual e prática desses sistemas jurídicos estrangeiros sejam nítidas, nesse caso específico das opções de compra e venda (em sentido amplo), não se trata a rigor de um transplante jurídico, devendo a questão ser regrada inteiramente pelos institutos jurídicos disponíveis no direito contratual pátrio.⁵

Não obstante, o uso das opções de compra e venda de participações societárias constitui fenômeno relativamente novo, adquirindo, como será visto adiante, uma funcionalidade econômica e negocial particular que ainda requer estudos acerca do tratamento jurídico mais adequado no sistema jurídico brasileiro.

⁵ A doutrina tem apontado que o transplante de institutos jurídicos pode gerar “irritações” no sistema jurídico transplantado. Nesse sentido, ver: TEUBNER, Gunther. Legal irritants: good faith in British law or how unifying law ends up in new divergencies. *The Modern Law Review*, v. 61, n. 1, p. 11-32, 1998. Adiciona-se ainda que as opções não constituem um instituto jurídico inteiramente estranho aos sistemas jurídicos de tradição romano-germânica, como o brasileiro. Podemos citar o precedente histórico da chamada “Mania das Tulipas”, nos Países Baixos do séc. XVII, que representa antecedente que se aproxima do uso corrente das opções de compra e venda no trato mercantil. “The ‘failure’ in the market was the lack of developed legal processes to handle the newly created futures market. Options were a new, abstract, and incredibly innovative financial device”. In: DAY, Christian C. Is there a tulip in your future? ruminations on tulip mania and the innovative Dutch futures markets. *Journal des Economistes et des Etudes Humaines*, v. 14, n. 2, p. 164, 2004.

2.2. FUNÇÕES ECONÔMICAS

Em realidade, opções de compra e venda de participação societária possuem diversas funcionalidades econômicas no contexto da prática de fusões e aquisições, variando de acordo com a espécie de cláusula (se opção de compra ou opção de venda, por exemplo), o contexto negocial e, de maneira mais relevante para este estudo, os agentes econômicos envolvidos.

Em primeiro lugar, tais cláusulas permitem a manutenção do vínculo do vendedor-outorgante à sociedade, criando uma estrutura que incentiva o vendedor a gerir a sociedade no melhor interesse de todos os sócios, em uma função econômica análoga às cláusulas de *earn-out*. Por exemplo, no cenário de um vendedor que aliena parte de suas participações societárias a um comprador que não possui familiaridade com o negócio ou simplesmente não pretende administrar ativamente o negócio, podem ser pactuadas opções de compra das ações do vendedor (em benefício do comprador original) com preço variável e métricas de desempenho. Estabelece-se, assim, que quanto melhor o desempenho, maior o preço a ser pago. Logo, impede-se que o vendedor perca interesse na melhor gestão da sociedade já que o contratante teria, na linguagem anglicizada do mundo dos negócios, *skin in the game*, evitando-se um clássico exemplo de risco moral, no qual as escolhas automotivadas de um agente econômico podem trazer prejuízos a outro, que depende dos atos daquele.

As cláusulas de opção de compra também permitem que o comprador tenha um período adicional de acesso de informações sobre a sociedade. Nesse cenário, o vendedor tem o interesse de alienar suas participações societárias e busca uma sinalização do comprador de seu interesse firme. O comprador, por outro lado, busca acesso a dados adicionais sobre a empresa antes da tomada de decisão sobre a compra ou venda de mais participações societárias, diante da assimetria informacional *ex ante* entre as partes. Nesse cenário,

as opções de compra são pactuadas tendo em vista um prazo para obtenção de informações complementares sobre a saúde financeira ou a viabilidade do negócio, ao mesmo tempo que permitem que o vendedor tenha, desde o início, uma parcela de suas participações de fato alienadas.

Outra função diz respeito à previsão contratual de resolução de impasses societários. Nesse caso, o estabelecimento de opções de compra e venda permite criação de mecanismo de resolução de impasse entre sócios, por meio da compra de participações societárias da outra parte – resolvendo-se o impasse com a própria impossibilidade de existência de conflito presente ou futuro⁶. Por exemplo, uma *joint venture* com dois sócios que administram conjuntamente uma determinada empresa e estabelecem, geralmente no mesmo instrumento contratual de um acordo de acionistas, opções de compra e venda em caso de impasse na condução do negócio, como ilustrado na cláusula de “Opções em caso de Impasse” indicada na Item 2.1 acima.

Há, ademais, a funcionalidade de estabelecimento de eventos de liquidez por meio de opções de venda, permitindo que o vendedor, geralmente um sócio que criou a empresa e dedicou a maior parte de seu tempo e capital no negócio, transforme suas participações societárias em dinheiro e desinvista parcialmente da sociedade, diversificando seu portfólio de investimentos.

Certamente, há diversas outras funções negociais, que podem ser tão variadas quanto à própria flexibilidade econômica do negócio optativo subjacente. Nesta seção do trabalho, contudo, pretendeu-se delinear algumas das principais funcionalidades com intuito de demonstrar também que as partes e o contexto negocial podem ser determinantes para a pactuação do negócio jurídico.

Em todo caso, a existência de delimitações claras e funcionalidades econômicas típicas das opções de compra e venda

6 Cf. FERREIRA, Mariana Martins Costa. *Soluções contratuais para resolução de impasse: cláusulas buy or sell e opções de compra e venda (put and call options)*. 333 f. 2017. Dissertação de Mestrado. Universidade de São Paulo.

de participações societárias leva ao debate sobre seu enquadramento jurídico, tema que se conecta diretamente com o objeto desse estudo, considerando que a natureza de determinado instituto tem impacto direto nos parâmetros interpretativos adotados. Nesse sentido, cumpre agora analisar qual seria a natureza jurídica da opção de compra e venda de participações societárias.

2.3. NATUREZA JURÍDICA E DELIMITAÇÃO

A doutrina tem debatido a natureza jurídica do contrato de opção de compra e venda; discussão que, para além do esforço analítico e do intuito classificatório, tem impacto na determinação do regime aplicável ao instituto e, conseqüentemente, na sua interpretação. De pronto, identificam-se duas grandes correntes quanto à natureza do instituto: a primeira que sustenta o caráter de manifestação unilateral da vontade e a segunda que identifica a opção como um contrato, havendo divergência doutrinária dentre essas duas linhas principais.⁷

Dentro da primeira corrente, caracteriza-se a opção de compra e venda como uma promessa unilateral de contratar ou como uma proposta irrevogável. Contudo, esse enquadramento jurídico encontra um obstáculo significativo para sua aceitação dogmática, já que é possível identificar também uma manifestação de vontade da parte que se beneficia da opção quanto à outorga e à delimitação de um direito formativo gerador, o que, por si só, já descaracteriza o instituto como manifestação unilateral da vontade do outorgante. No mais, há outro obstáculo teórico, uma vez que parcela relevante da doutrina diverge quanto à faculdade de estabelecimento de negócios jurídicos unilaterais sem previsão expressa no texto legal. Como se

⁷ Para uma revisão ampla do debate, ver: IGLESIAS, Felipe Campana Padin. *Opção de compra ou venda de ações no direito brasileiro: natureza jurídica e tutela executiva judicial*. 2011. Dissertação de Mestrado. Universidade de São Paulo, pp. 73-143 e FERREIRA, Mariana Martins Costa. *Soluções contratuais para resolução de impasse: cláusulas buy or sell e opções de compra e venda (put and call options)*. 333 f. 2017, p. 144-167.

observa, a corrente que nega o caráter contratual encontra obstáculos dogmáticos significativos no direito brasileiro⁸.

Na segunda corrente, há maior diversidade de posições, com variado grau de suporte para cada uma delas. Há, em primeiro lugar, posição doutrinária que identifica na opção de compra e venda a natureza de contrato preliminar. As posições contrárias têm apontado que existem objetos obrigacionais distintos entre um contrato preliminar e uma opção de compra e venda, sendo que aquele primeiro busca estabelecer uma obrigação de aperfeiçoar contrato definitivo posterior enquanto este último visa a estabelecer estado de sujeição da parte que outorga a opção (de modo que inexistiria obrigação *stricto sensu*) diante do “direito formativo gerador” do beneficiário com relação à formação do contrato de compra e venda, que estaria de antemão definido em seus elementos (v. art. 462-466, do Código Civil)⁹.

Há, ainda, linha dogmática que caracteriza a opção de compra e venda como um contrato de compra e venda sujeito à condição suspensiva. Entretanto, parece-nos que o principal obstáculo teórico dessa corrente reside na impossibilidade de atribuir a um elemento particular do negócio jurídico (no caso, a existência de condição suspensiva) um caráter dominante da determinação da natureza do negócio subjacente, especialmente considerando o conteúdo obrigacional distinto entre uma opção e um contrato de compra e venda em si¹⁰.

Por fim, há uma corrente doutrinária que identifica a opção de compra e venda como um contrato *sui generis*. Com efeito, tal posição vem ganhando relevo na doutrina, na esteira das dissertações

8 Ver, exemplificativamente, GOMES, Orlando. *Obrigações*. 15. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2000, pp. 236-237.

9 “O direito de opção, em se tratando de contratar, é direito formativo gerador: o seu exercício gera o contrato. Daí ser exigida ao contrato de opção a observância das regras jurídicas de forma, concernentes ao contrato que o exercício do direito de opção vai constituir”. In: PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. “Parecer n. 173. Sobre Diminuição do Prazo para a Existência de Sociedade por Cotas de Responsabilidade Limitada, e Cláusulas Contratuais que têm de ser Respeitadas”. *Dez anos de pareceres*, v. 7, Rio de Janeiro: Francisco Alves, 1976, p. 6.

10 Ibid.

recentes de Iglesias e Ferreira¹¹. Ainda que se aponte que não haveria uma característica central que permita o afastamento de outros tipos contratuais, o fato é que o contrato de opção tem como seu núcleo central o exercício de um direito gerador enquanto um elemento de formação do contrato de compra e venda optativo, justificando sua natureza *sui generis*¹².

Não obstante, não se pode esquecer que a análise quanto à classificação e à natureza jurídica das opções de compra e venda dependem, naturalmente, da análise da cláusula específica que se analisa. Com efeito, aquilo que se nomeia “contrato de opção de compra e venda” pode, em determinados casos, configurar verdadeiro contrato preliminar ou até mesmo outra modalidade contratual.

Assim, sob o risco de apontar o óbvio, o *nomen iuris* não é determinante para fins da caracterização da natureza e da aplicação do regime jurídico, sendo necessária a investigação dos elementos essenciais do negócio e de sua pactuação entre as partes¹³. De qualquer modo, em se tratando de contratos com os elementos ora delineados, parece-nos adequado apontar que essa corrente tem se tornado majoritária, auxiliando no afastamento de diversos regimes inaplicáveis e no enquadramento no âmbito das limitações contratuais.

Conseqüentemente, a identificação dos contratos de opção de compra e venda como contratos atípicos implica que o regime jurídico contratual seja criado com maior liberdade pelas partes¹⁴, conforme

11 IGLESIAS, Felipe Campana Padin. *Opção de compra ou venda de ações no direito brasileiro: natureza jurídica e tutela executiva judicial*. 2011. Dissertação de Mestrado. Universidade de São Paulo, pp. 73-143 e FERREIRA, Mariana Martins Costa. *Soluções contratuais para resolução de impasse: cláusulas buy or sell e opções de compra e venda (put and call options)*. 333 f. 2017, p. 144-167.

12 Ibid.

13 GOMES, Orlando. *Contratos*. Atualizadores Antonio Junqueira de Azevedo e Francisco Paulo de Crescenzo Marino, 26 ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009. p. 238-239.

14 Sobre o contexto habitual dos contratos atípicos, o que nos ajuda a traçar ainda mais a importância hermenêutica das partes nos contratos de opção de compra e venda de participações societárias, ROPPO, Vincenzo, *Diritto privato*, 5ª ed., Torino, G Giappichelli, 2016, p. 414, aponta que: “*Il fenomeno dei contratti atipici si lega soprattutto alle attività economiche organizzate e alla continua evoluzione che le caratterizza: di fronte ai nuovi problemi, bisogni e obiettivi generati dalla trasformazione delle tecniche e dei mercati, accade spesso che nessuno dei contratti tipici sia adeguato a soddisfare le esigenze*”

artigo 425 do Código Civil, observando-se os princípios gerais de Direito Civil e de Direito Contratual. Desse modo, o papel das partes na formação, execução e interpretação do contrato é ainda mais relevante se comparado com situações contratuais típicas nas quais o regime aplicável tem seus contornos definidos por uma quantidade maior de normas cogentes definidas pela legislação civil¹⁵.

Nessa linha, as limitações ao contrato de opção de compra e venda advêm da própria declaração de vontade das partes no exercício de sua liberdade contratual (art. 421) e das cláusulas gerais como a função social dos contratos (art. 421), boa-fé objetiva e probidade (art. 422, todos do Código Civil) que diante de lacuna legislativa específica também assumem um papel fundamental para concreção desses limites.

Feito esse panorama sobre a natureza jurídica, o regime jurídico aplicável e as limitações e contornos gerais à pactuação das opções, passa-se agora à análise dos parâmetros interpretativos gerais.

3. INTERPRETAÇÃO CONTRATUAL E OPÇÕES DE COMPRA E VENDA

3.1. INTERPRETAÇÃO CONTRATUAL NO CONTEXTO EMPRESARIAL

A interpretação pode ser definida como a operação intelectual necessária para esclarecer um dado (ou, em se tratando de contratos,

degli operatori. Questi non possono attendere che il legislatore introduca nuovi e più idonei tipi contrattuali, perché i tempi delle imprese sono più stretti di quelli della legislazione: e allora inventano e applicano essi stessi i nuovi schemi contrattuali di cui c'è bisogno."

15 Francisco de Godoy Bueno faz referência a essa maior relevância do contexto e declaração das partes na interpretação de contratos atípicos ao afirmar que "nos contratos atípicos, é, portanto, essencial o papel do intérprete, em sua tarefa de construir o significado das declarações e comportamentos das partes, para que se possa identificar o regulamento jurídico pretendido pelas partes, no âmbito de sua liberdade contratual". BUENO, Francisco de Godoy, Regime Jurídico dos Contratos Atípicos no Direito Brasileiro, In: *Revista de Direito Civil Contemporâneo*. v. 6/2016, jan.-mar./ 2016, p. 62.

uma *declaração*) *obsuro*, *ambíguo* ou *contraditório*¹⁶. De modo amplo, um determinado fato é *obsuro* quando, por falta de clareza ou por omissão, seu significado não pode ser inicialmente conhecido pelo intérprete. Já uma declaração é *ambígua* quando se pode extrair mais de um significado de seu texto. Um determinado dado ou ato é *contraditório* quando suas disposições, ainda que claras se consideradas isoladamente, são contraditórias de modo que o conjunto das disposições não possui um sentido único. Logo, o principal objetivo da interpretação contratual é, portanto, atribuir ou dar sentido à declaração de vontade das partes conforme expressa nos termos do contrato.

No entanto, deve-se considerar, por expressa determinação legal, que as intenções das partes contratantes não devem ser totalmente desconsideradas; ao contrário, as intenções são relevantes na medida em que nelas pode ser encontrado o conteúdo das declarações de vontade, que deve ser observado antes da literalidade do texto. Em todo caso, para avaliar corretamente o significado de uma determinada declaração de vontade, o ponto de partida do intérprete deve ser, naturalmente, o texto adotado no contrato. No direito brasileiro, considera-se que o termo “sentido literal” empregado no artigo 112 do Código Civil representa o significado natural e comum, que é geralmente atribuído ao conjunto de palavras sujeitas a interpretação.

O art. 113, *caput*, do Código Civil, por outro lado, estabelece como cânones interpretativos para os negócios jurídicos a boa fé e os usos do local onde o contrato for celebrado. Do ponto de vista da escolha entre um parâmetro mais subjetivista ou objetivo de interpretação, o direito civil brasileiro atribui relevância destacada ao sentido objetivo da declaração, tendo em vista que tanto a boa-fé quanto os usos ordinários são critérios objetivamente verificáveis. Nesse sentido, a interpretação do contrato em conformidade com a boa fé exige que o intérprete leve em consideração como uma pessoa razoável (ou, no caso dos contratos empresariais, como um “comerciante ativo e

16 GOMES, Orlando. *Contratos*. Atualizadores Antonio Junqueira de Azevedo e Francisco Paulo de Crescenzo Marino, 26ª Edição, Forense, 2009, p. 238.

probo”¹⁷), nas circunstâncias normais do negócio, compreenderia determinada previsão contratual.

Já que se refere aos modos de se interpretar um contrato, pode-se destacar dois métodos de interpretação distintos, comumente identificados pela doutrina e que se conectam com o disposto nos artigos 112 e 113, quais sejam: os métodos subjetivo e objetivo¹⁸.

Em primeiro lugar, há o método subjetivo ou explicativo, que consiste em verificar qual é a real vontade (i.e., qual a real declaração) das partes no momento da celebração do contrato. Tal método tem precedência no direito brasileiro, já que busca elucidar a declaração já feita pelas partes (mas, num primeiro momento, não apreensível). Para identificar essa declaração comum das partes, o intérprete pode recorrer a todos os elementos relevantes que encontrar no próprio contrato ou fora dele. Com efeito, no âmbito do próprio contrato, mostram-se relevantes a comparação da cláusula controvertida com outras cláusulas do contrato, a presença de determinados advérbios (como, por exemplo, “particularmente” e “necessariamente”), e até mesmo destaques usados na fonte do texto, se escrito (como uso de negrito ou de texto sublinhado).

Ademais, o intérprete deve remeter-se às próprias cláusulas de interpretação que constem do contrato (conforme, inclusive, previsto art. 113, §2º do Código Civil), que podem, sobretudo em contratos entre partes bem assessoradas, dispor um critério interpretativo próprio para determinadas obrigações previstas¹⁹. Entretanto, o recurso ao contrato pode não ser por si só suficiente ou adequado, implicando na

17 Na expressão feita célebre por Paula A. Forgioni em *Contratos empresariais: teoria geral e aplicação*. 5 ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2020.

18 Para uma visão crítica da diferenciação entre tais métodos, ver MARINO, Francisco Paulo De Crescenzo. *Interpretação do negócio jurídico*, São Paulo, Saraiva, 2011, pp. 159-163; 171.

19 Para um debate sobre este dispositivo e suas limitações ver RODRIGUES JUNIOR, Otavio Luiz e LEONARDO, Rodrigo Xavier. “A interpretação dos negócios jurídicos na lei da liberdade econômica”. In: CUNHA FILHO, Alexandre J. Carneiro da; PICCELLI, Roberto R.; MACIEL, Renata Mota (coord.). *Lei de liberdade econômica: anotada - Lei nº 13.874, de 2019*. São Paulo: Quartier Latin, 2020. v. 2, p. 219-226.

necessidade de extrapolar os limites do texto e analisar fatos e dados para fins hermenêuticos, como veremos na sequência deste estudo.

O método objetivo, por outro lado, busca integrar o contrato diante de uma lacuna que impossibilita a apreensão das declarações das partes²⁰. Nestas situações, o intérprete, considerando os ditames legais, deve complementar o contrato, que sem sua interpretação não poderia de fato produzir os efeitos pretendidos. Ao contrário da interpretação subjetiva, em que se pressupõe que as partes “se expressaram mal”, mas de fato *declararam*, no método objetivo, pode-se dizer que há uma interpretação complementar ou criativa²¹. Nesse sentido, em se tratando de uma interpretação que busca complementar a declaração das partes, o uso de critérios e parâmetros objetivos se torna ainda mais relevante para fins interpretativos²².

Portanto, ao utilizar tais métodos, o intérprete deve buscar a intenção comum (uma vez que o contrato continua sendo um produto da declaração dos contratantes²³), mas também é necessário considerar outros critérios, como a boa-fé, os usos e as práticas, quando a elucidação da vontade comum não pode ser alcançada pelo método subjetivo. Assim, esses ditames, ainda que reconhecidamente gerais e abertos, são relevantes como balizas para interpretação de contrato.

A generalidade e a abertura destes parâmetros trazem os benefícios naturais de inclusão dos múltiplos cenários decorrentes da prática negocial e de adaptação às mudanças econômicas e sociais, mas, ao mesmo tempo, impõem a tarefa de criar parâmetros claros às partes e de incorporar análises sobre os mercados e atores envolvidos,

20 Na visão de Marino, trata-se da chamada fase “complementar da interpretação”. In: *Interpretação do negócio jurídico*, São Paulo, Saraiva, 2011, p. 175 e ss.

21 MARINO, Francisco Paulo De Crescenzo. *Interpretação do negócio jurídico*, São Paulo, Saraiva, 2011, p. 175.

22 GOMES, Orlando. *Contratos*. Atualizadores Antonio Junqueira de Azevedo e Francisco Paulo de Crescenzo Marino, 26 ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 44.

23 Para os limites da atividade de integração de terceiros intérpretes e o respeito à liberdade contratual das partes, ver FORGIONI, Paula A. Integração dos Contratos Empresariais: Lacunas, Atuação dos Julgadores, Boa-Fé e Seus Limites. *Revista de Arbitragem e Mediação*, v. 45, Abr - Jun/2015, p. 229 - 244.

de modo dar contorno mais objetivo à tarefa de se interpretar um determinado contrato.

Nesse sentido, a interpretação de um contrato, especialmente um contrato empresarial, não deve envolver apenas os textos, mas também fatos, condutas, omissões e intenções envolvidos, por meio de um exame articulado de texto, contexto e regra²⁴. Com efeito, ainda que se reconheça que a Lei da Liberdade Econômica, nos dispositivos referentes à interpretação do negócio jurídico, tenha pecado em matéria de técnica legislativa²⁵ e tenha oferecido contribuições modestas à hermenêutica²⁶, é preciso considerar o texto previsto em lei, que reforça o valor *prático* da interpretação²⁷⁻²⁸, como se pretende explorar neste trabalho, com foco nas partes.

3.2 A IMPORTÂNCIA HERMENÊUTICA DAS PARTES

Nesse sentido, adentrando ainda mais especificamente no objetivo deste trabalho – o impacto hermenêutico das partes em contratos de opções de compra e venda de participações societárias– analisemos agora o que pretendemos dizer com “partes” e seu valor hermenêutico.

24 MARTINS-COSTA, Judith. Como harmonizar os modelos jurídicos abertos com a segurança jurídica dos contratos? (Notas para uma Palestra). *Revista Brasileira de Direito Civil*, v. 5, 2015, p. 69. Disponível em: <https://rbdcivil.ibdcivil.org.br/rbdc/article/view/90/86>. Acesso em: 29 de março de 2023.

25 TOMASEVICIUS FILHO, Eduardo. A tal ‘lei da liberdade econômica’. In: *Revista da Faculdade de Direito, Universidade De São Paulo*, v. 114, pp. 101-123, 2019.

26 RAMOS, André Luiz Arnt; CATALAN, Marcos Jorge. A interpretação dos contratos à luz da Lei da Liberdade Econômica: por ora, Hermes nada de novo tem a dizer. *Civilística*, v. 10, n. 1, p. 1-22, 2021.

27 FRADERA, Vera M. Jacob de. “Enunciado ao art. 113”. In: AGUIAR JR., Ruy Rosado (org.). *V Jornada de Direito Civil*. Brasília: Conselho da Justiça Federal, 2012.

28 A rigor, não se trata de algo novo no regime do atual Código Civil. Ver, por exemplo, MARTINS-COSTA, Judith. “O método da concreção e a interpretação dos contratos: primeiras notas de uma leitura suscitada pelo Código Civil”. *Temas Relevantes do Direito Civil Contemporâneo: reflexões sobre os Cinco Anos do Código Civil*. Estudos em homenagem ao Professor Renan Lotufo. São Paulo: Atlas, 2008.

De pronto, vale apontar que o objetivo não é negar ou contrapor o valor hermenêutico dos usos ordinários em determinado mercado (que possuem força normativa no direito brasileiro), mas tão somente demonstrar em um grau analítico adicional que, embora as partes estejam inseridas em mercado, elas também ocupam papéis e funções específicas dentro desse contexto, com usos particulares que interagem e se relacionam com os usos comerciais²⁹. Essa interação é especialmente relevante na interpretação de contratos empresariais³⁰.

Nesse sentido, os usos mercantis influenciam as práticas e a rede contratual utilizadas pelas partes para estruturação do negócio, mas servem também para criar estruturas negociais específicas para determinada funcionalidade econômica, adentrando na particularidade do negócio³¹. Trata-se, portanto, de verificar de modo prático usos e práticas que acompanham determinadas partes que

29 “Práticas tornadas generalizadas em um determinado grupo, local, setor ou mesmo país, consistentes em usos gerais (compreendendo usos do tráfico, usos do setor, usos profissionais, etc.) não se confundem com os chamados usos particulares. São figuras de natureza e aplicação essencialmente distintas. Em uma relação contratual, os usos decorrentes da construção de um negócio, configurada por ocasião das relações precedentes ou por meio de uma relação continuada, formam os usos particulares”. Em outro trecho conclui a autora: “Assim como os usos, integram aspectos que devem ser avaliados pelo intérprete na análise das circunstâncias de cada caso, mas não são de conhecimento da coletividade”. *In*: COMIRAN, Giovana Cunha. *Os Usos Comerciais: Da Formação dos Tipos à Interpretação e Integração dos Contratos*. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 53.

30 “Chega-se a importante conclusão: a racionalidade do agente econômico e a busca da eficiência do sistema são fatores de que o direito comercial necessita [e sempre necessitou] para assegurar o funcionamento adequado do mercado e a sua preservação. (...) Sua consideração enquanto elemento jurídico passa pela interpretação das avenças, dos direitos e das obrigações comerciais, reanimando conceitos clássicos como boa-fé, proteção da legítima expectativa da outra parte e dando novo fôlego à teoria da causa do negócio jurídico”. *In*: FORGIONI, Paula A. *Contratos empresariais: teoria geral e aplicação* 5 ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2020, p. 219.

31 Ao comentar a necessidade de vinculação entre usos comerciais e usos particulares no texto legal, Giovana Cunha Comiran dá duas razões em favor da interconexão entre os institutos: “A primeira, porque de fato não se podem ignorar as práticas das partes quando o intuito é compreender as declarações negociais. A segunda é uma questão gnosiológica: as práticas individuais também possuem uma relação intrínseca com usos do tráfico, podendo constituir-se como seus elementos formadores”. *In*: COMIRAN, Giovana Cunha. *Os Usos Comerciais: Da Formação dos Tipos à Interpretação e Integração dos Contratos*. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 60.

tipicamente celebram contratos de opção de compra e venda de participações societárias³².

Antes de se adentrar especificamente no tema das partes propriamente ditas, é preciso reconhecer um dado decorrente do mercado de fusões e aquisições de empresas. Diversos agentes econômicos participam dos múltiplos negócios jurídicos que se relacionam direta ou indiretamente com a compra e venda de participações societárias. Naturalmente, nem todos os agentes econômicos são partes, e nem todas as partes pactuam contratos de opção de compra e venda. Há, com efeito, uma rede de contratos que se inter-relacionam. Essa noção é chave para compreender os negócios que usualmente acompanham a aquisição de participações societárias, possuindo relevo hermenêutico e determinação do direito aplicável às partes.³³

Isso posto, analisando agora efetivamente as partes de uma opção de compra e venda, verifica-se que há um primeiro cenário, mais claro e recorrente, em que os contratantes são os mesmos que pactuaram acerca da compra e venda de participações societárias, estando na mesma posição anterior. Pode-se vislumbrar, contudo, outros possíveis cenários dentro de uma rede contratual complexa, como inclusive já indicado nas cláusulas exemplificativas indicadas no Item 2 deste trabalho. Por exemplo, no caso de um comprador que adquire participações societárias e que, posteriormente, celebra contrato parassocial com os sócios que já participavam da sociedade, concluindo um contrato de opção de compra e venda em conjunto com esse acordo.

32 Nesse sentido, Marino identifica o valor hermenêutico da “relação entre o objeto do contrato e a atividade por eles [contratantes] desempenhada”. In: MARINO, Francisco Paulo De Crescenzo. *Interpretação do negócio jurídico*, São Paulo, Saraiva, 2011, p. 170.

33 Adota-se aqui o conceito dado por Simão Filho, que caracteriza as redes de contrato como negócio jurídico substancialmente único, mas multifacetado na maneira como as partes, direitos e obrigações são estabelecidos. In: SIMÃO FILHO, Adalberto. Sistema interpretativo da rede conexional de contrato em ambiente de sociedade da informação. In: GUERRA, Alexandre Dartanhan de Mello. (org.). *Estudos em homenagem a Clóvis Bévilaqua por ocasião do centenário do Direito Civil codificado no Brasil*. 1.ed. São Paulo: Escola Paulista de Magistratura, 2018, v. 2, p. 507-525.

Portanto, ao mencionarmos neste trabalho o conceito de *partes*, consideramos os sujeitos que pactuam a opção de compra e venda. Entretanto, diante do risco de empobrecimento da atividade hermenêutica, não deixamos de considerar incidentalmente a rede contratual do negócio jurídico, em um parâmetro duplo que contribui com critérios objetivos e práticos, que frequentemente não podem ser extraídos de outros elementos mais gerais do mercado.

4. QUESTÕES INTERPRETATIVAS NOS CONTRATOS DE OPÇÃO DE COMPRA E VENDA DE PARTICIPAÇÕES SOCIETÁRIAS

Introduzidos os parâmetros hermenêuticos gerais, passemos à análise dos problemas interpretativos propostos.

4.1 FIXAÇÃO DO PREÇO DE COMPRA E VENDA PARA O EXERCÍCIO DA OPÇÃO

Não obstante a opção de contrato de compra e venda ser um contrato atípico, o contrato de compra e venda concluído pelo exercício desse direito formativo possui regime legal específico. Nessa linha, a fixação de preço da compra e venda de participações societárias deve ser determinado ou determinável, podendo o preço ser fixado por terceiro escolhido pelas partes (art. 485 do Código Civil) ou por índices e parâmetros que permitam a aferição objetiva do preço (art. 487 do Código Civil).

Do ponto de vista da praxe contratual, quando não há previsão de um valor fixo e determinado, os contratos de opção frequentemente se referem ao “preço justo de mercado”, calculado de acordo com fórmulas financeiras de fluxo de caixa descontado, múltiplos de EBITDA (sigla em inglês para lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização) e assim por diante.

É frequente também, para além de menções ao preço justo, que as partes negociem procedimentos específicos para determinação do

preço de exercício da opção, afastando os métodos tradicionais de valoração de empresas e quaisquer divergências sobre tais métodos. Contudo, há um potencial limite ao estabelecimento do preço de opção de compra e venda referente à vedação ao pacto leonino.

Tal regra decorre, com efeito, dos requisitos do contrato de sociedade (cf. art. 981 do Código Civil), pelo qual se obriga à contribuição para partilha dos resultados – sejam eles lucros ou prejuízos. Trata-se de norma que possui escopo amplo, buscando assim abarcar as múltiplas situações em que se estabelece uma pactuação que, independentemente do meio, exclua o sócio dos prejuízos ou dos lucros resultantes da sociedade³⁴. Nesse sentido, cabe ao intérprete confrontar a disposição contratual com os termos da legislação brasileira sobre vedação do pacto leonino, conforme prevista no art. 1.008 do Código Civil.

De início, ressalta-se que há vasta produção acadêmica sobre a extensão da vedação à pactuação leonina, debate que foge ao escopo do trabalho³⁵. É fundamental, contudo, registrar o caráter flexível e prático da vedação, que não se presta a estabelecer uma restrição absoluta e estanque, mas sim eminentemente prática e negocial. Desse modo, o recurso à interpretação da pactuação específica se faz essencial para eventual configuração do pacto leonino.

Nesse sentido, analisando um caso prático do mercado de *Private Equity*, há interpretação de que uma cláusula de opção que, por exemplo, subtraia do preço de exercício eventuais dividendos recebidos seria leonina por excluir da sociedade o escopo de partilha

34 Há diferentes versões sobre a origem da expressão “sociedade leonina”, mas, em geral, elas se referem a fábulas e mitos romanos e gregos que retratam um leão como dirigindo ou compartilhando uma caçada com animais que, pela diferença de forças entre eles e o felino, acabam se sujeitando a uma empreitada sem qualquer perspectiva de ganho e, do lado avesso, sem qualquer risco de prejuízo por parte do leão. Ver mais em: JENSEN, Brian M, *Societas leonina or the lion's share. An analysis of Aesopica 149, Phaedrus I.5 and Babrius I.67. Eranos. Acta philologica suecana*, 2004, CII, fasc. 2, pp. 97-104. Disponível em: <https://www.diva-portal.org/smash/get/diva2:173537/FULLTEXT01.pdf>. Acesso em: 16 de abril de 2023.

35 Para uma análise clássica do tema (em que se defende a posição de que tais arranjos contratuais são nulos diante da vedação ao pacto leonino) ver HUCK, Hermes Marcelo. Pactos Societários Leoninos, *Revista dos Tribunais*, ano 88, v. 760, p. 64-73, fev/1999.

de resultados³⁶. Com efeito, em estudo sobre o tema, Vio analisa a inaplicabilidade da vedação ao pacto leonino no contexto de opções de venda pactuadas em favor de fundos de *Private Equity*³⁷. Entretanto,

36 CÂMARA DO MERCADO EMENTA SENTENÇA ARBITRAL PARCIAL (PUBLICADA NA 3ª EDIÇÃO DO EMENTÁRIO – 08.12.2020). Disponível em: <https://www.camaradomercado.com.br/assets/pt-BR/4-edicao-ementario.pdf>. Acesso em: 15 abr. de. 2023:

ALEGADA DECADÊNCIA DO DIREITO DE PLEITEAR A DECLARAÇÃO DE NULIDADE -- ALEGADA NULIDADE DA OPÇÃO DE VENDA – APLICABILIDADE DO ARTIGO 1.008 DO CÓDIGO CIVIL – PEDIDO DEFERIDO PARCIALMENTE – RECONHECIDA A NULIDADE DA PRECIFICAÇÃO DA OPÇÃO DE VENDA – PLEITO DE REVISÃO DO VALOR DE VENDA 1. A controvérsia diz respeito ao exercício de opção de venda (*put option*) estipulada em acordo de acionistas, pelo Requerido, acionista minoritário da Companhia. Argumenta o Requerido que teria decaído o direito da Requerente de pleitear a invalidação da Opção de Venda. Por seu turno, a Requerente aduz que se estaria diante de uma hipótese de nulidade ante a incompatibilidade entre o *status socii* na Companhia e a Opção de Venda, que blindaria o Requerido das perdas da atividade empresária. O Tribunal Arbitral entendeu que, como a pretensão anulatória da Requerente se baseia na nulidade da Opção de Venda, aplica-se o disposto no artigo 169 do Código Civil e, portanto, nos termos pleiteados, não houve configuração da decadência. 2. A Requerente aduz que o Requerido teria a intenção de se blindar dos riscos do negócio e eventual fracasso econômico da Companhia. Estaria, portanto, a Opção de Venda em total desacordo com a característica essencial dos pactos societários, qual seja, submeter os sócios às perdas e ganhos do empreendimento na proporção de seus investimentos. Embasa seus argumentos no artigo 1.008 do Código Civil, o qual proibiria a sociedade leonina. Por sua vez, o Requerido defende que, por ser um fundo de *private equity*, uma condição essencial para a conclusão do negócio seria a existência de mecanismos de segurança e de saída. Alega que seria inaplicável *in casu* o artigo 1.008 do Código Civil em virtude da incompatibilidade com o tipo societário da Companhia. Defende que a *Put Option* não representaria uma evasão de riscos, mas sim uma alocação de riscos e, além disso, sustenta que o direito de *put* e os resultados da Companhia estariam em planos diversos. O Tribunal Arbitral entende que o artigo 1.008 do Código Civil tem aplicação no contexto das sociedades anônimas, reputando nula a estipulação contratual que exclui acionistas da participação dos lucros ou das perdas. Ressalta que, embora a estipulação de uma Opção de Venda no Acordo de Acionistas não seja, per se, inválida, é nula a precificação encontrada no presente caso, pois permitiria ao Requerido recuperar todo seu investimento, acrescido de juros e correção monetária, subtraídos os eventuais dividendos e juros recebidos, o que, *in fine*, como se durante o período que era acionista, o Requerido não tivesse participado dos lucros e perdas da Companhia, afrontando a regra do art. 1008 do Código Civil. 3. O Tribunal Arbitral entendeu ainda que o pleito de revisão do valor de venda deveria ser julgado procedente em razão do reconhecimento da nulidade do método de precificação do Valor de Venda, com base no artigo 1.008 do Código Civil, e esclareceu que os critérios para aferição do preço da Opção de Venda seriam determinados com base em prova técnica a ser produzida.

37 VIO, Daniel de Avila. Opção de Venda de Ações no Mercado de Private Equity, art. 1.008 do Código Civil e Sociedade Leonina. *Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários - Edição Comemorativa dos 45 anos das Leis nº 6.385 e 6.404*. 1 ed. São Paulo:

em oposição ao que parece sugerir o autor, defendemos uma análise dinâmica, que considere as especificidades desse mercado, mas que não deixe de considerar questões específicas do negócio pactuado. Afinal, a verificação da validade ou não do pacto depende da construção do contrato em si e, como defendemos, da dinâmica negocial.

Tomemos o caso mencionado acima, envolvendo uma operação de *Private Equity*. No mundo dos negócios, o termo *Private Equity* refere-se a fundos de investimento e sociedades empresárias que adquirem e reestruturam operacionalmente empresas já estabelecidas no mercado. As sociedades e os fundos (aqui referindo-se a variedade de formas jurídicas possivelmente adotadas no setor) de *Private Equity* investem primariamente em participações societárias (*equity*, em inglês) de sociedades sem acesso aos mercados de capitais públicos (*private*), constituindo meio de acesso de crédito alternativo ao sistema financeiro. O objetivo de sociedades e fundos de *Private Equity* é melhorar o desempenho das empresas adquiridas, vendendo sua participação por um valor maior àquele adquirido. Ao adquirirem participações societárias, portanto, sociedades e fundos de *Private Equity* atuam com base em racionalidade econômica particular, buscando impacto positivo na administração empresarial e um horizonte claro de saída do investimento.

Dando contornos práticos à análise, vejamos o caso, já adiantado acima, em que os eventuais dividendos (enquanto direito expectativo³⁸) distribuídos são excluídos do cálculo do preço de exercício da opção

Almedina, 2022, v. I, p. 169-199. Há, ainda, estudo que aborda a questão no contexto das estratégias de desinvestimento das firmas de *Private Equity*: CRAVEIRO, Mariana Conti. “Alguns Aspectos Jurídicos do Desinvestimento nas Operações de *Private Equity*”: In: SOUSA JÚNIOR, Francisco Satiro de (coord.), *Mercado de Capitais, Série GVLaw - Direito, Gestão e Prática*, São Paulo, Saraiva, 2013, p.89-117.

38 No mais, sobre a obrigatoriedade de distribuição de dividendos, ressalte-se que, ao contrário do regime mais permissivo das sociedades contratuais, é correto afirmar que a Lei das S/A possui um regime de obrigatoriedade de distribuição de ao menos parte dos lucros na forma de dividendos (art. 202, em linha com o §2º). Vale pontuar, contudo, que as companhias fechadas podem, ao teor do art. 202, §3º deliberar a distribuição de dividendos em patamar inferior ao dividendo mínimo obrigatório - ou, até mesmo, a retenção de todo o lucro, o que reforça o caráter dinâmico da questão e a impossibilidade de se preconecer soluções unitárias. Ver, sobre o tema, LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Direito do acionista ao dividendo*. São Paulo: Obelisco. 1969.

de compra outorgado em benefício do investidor de *Private Equity*. Com efeito, a racionalidade econômica subjacente ao desconto de dividendos do preço de exercício é simples: sociedades e fundos de *Private Equity* buscam garantir que os administradores e sócios fundadores não se utilizem da política de dividendos para extrair indevidamente valores da sociedade, minando o investimento feito e contrariando a alocação inicial de recursos à empresa.

No mais, essa disposição tem um segundo efeito também diretamente ligado ao parâmetro de atuação dos agentes econômicos no mercado de *Private Equity*. Essa disposição contratual cria um incentivo claro para que os investidores atuem de modo a melhorar os resultados operacionais da sociedade e, eventualmente, reduzir o preço de exercício, considerando eventual distribuição obrigatória de dividendos.

Ademais, do ponto de vista do outorgante de uma opção, seja um sócio ou um terceiro, também são criados eventos de liquidez antecipados ao momento de exercício, gerando uma alocação de risco no âmbito da autonomia da vontade, o que não é um dado imutável.³⁹ Como se nota, mais do que uma defesa da validade em si, é fundamental recorrer aos elementos práticos que podem indicar (ou não) uma efetiva partilha de resultados entre as partes.

39 Veja, nesse sentido, trecho elucidativo: “Importante esclarecer, desde logo, que o objeto central deste estudo é a opção de venda passível de exercício em face de outros acionistas ou o de venda passível de exercido em face de outros acionistas ou terceiros, e não aquela que tem própria a companhia como outorgante-compradora, esta sim, uma avença que, a despeito de não ser se ilícita, é amiúde delicada e tem potencial para lesar o interesse de credores sociais. A distinção é fundamental, porque é justamente no âmbito da proteção da intangibilidade do capital social e, de forma mais ampla, na concretização no princípio da vinculação patrimonial que se encontra o núcleo de regras do Direito Societário de caráter mais marcadamente cogente e publicístico” *In*: VIO, Daniel de Avila. *Opção de Venda de Ações no Mercado de Private Equity*, art. 1.008 do Código Civil e Sociedade Leonina. *Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários - Edição Comemorativa dos 45 anos das Leis nº 6.385 e 6.404*. 1 ed. São Paulo: Almedina, 2022, v. I, p. 180. No mesmo sentido, ver ADAMEK, Marcelo V. von. Da invalidade do mecanismo de ajuste de preço inserido em Contrato de Investimento, por Ofensa ao Regime Jurídico da Vinculação Patrimonial (Parecer). *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, v. 66/2014, pp. 245-269.

Para além das questões envolvendo o pacto leonino, outro exemplo diz respeito à interpretação de expressões como “preço justo” ou “preço de mercado” nestes negócios. Com efeito, em estudo sobre o valor hermenêutico da expressão “preço justo” em contrato de opção, Junqueira de Azevedo chega à conclusão de que tal conceito se conecta diretamente com os preços habitualmente praticados em mercado.

No caso específico analisado, o autor detalha que os preços habitualmente praticados em mercado são verificados, na prática, por meio de “usos difundidos na avaliação de empresas”, em referência a métodos financeiros tradicionais para avaliação de empresas, como múltiplo de vendas e o fluxo de caixa descontado⁴⁰. Há, contudo, uma consideração adicional, que se conecta diretamente com o objeto deste estudo e que o autor parece ignorar: a depender do setor empresarial ou do perfil da empresa, um ou outro método possui aplicabilidade mais usual.

Tomemos como exemplo uma *startup*, considerada neste trabalho nos termos definidos pelo Marco Legal das Startups (Lei Complementar nº 182/2021)⁴¹. Como se sabe, *startups* em regra dão prejuízos mesmo depois de diversos anos de operação bem-sucedida, financiando sua expansão por meio de diversas rodadas de investimento. É comum que essas rodadas de financiamento sejam tradicionalmente feitas por sociedades e fundos de *Venture Capital* (que adotam modelo de negócio próximo aos do *Private Equity*, mas com foco em *startups* ou empresas com poucos anos de operação) e envolvam a compra de participações societárias e contratos de opção de compra e venda.

Em um cenário que seja necessária a interpretação de uma disposição sobre o preço de mercado ou preço justo do exercício de opções, o método financeiro de precificação da empresa e das

40 AZEVEDO, Antonio Junqueira de. “(Parecer) Contrato de opção de venda (put option) de ações. Conflito entre o critério de determinação do valor das ações e o piso mínimo estipulado para a transferência. Interpretação do conceito de preço justo. A boa-fé e os usos, visando evitar o enriquecimento sem causa”. In: *Novos Estudos e Pareceres de Direito Privado*. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 281.

41 Art. 4º São enquadradas como startups as organizações empresariais ou societárias, nascentes ou em operação recente, cuja atuação caracteriza-se pela inovação aplicada a modelo de negócios ou a produtos ou serviços ofertados.

participações societárias deve considerar, portanto, a parte e seu contexto. Com efeito, um método de *valuation* de múltiplo de EBITDA, por exemplo, poderia implicar em valor irrisório ou absurdo, já que *startups* tipicamente não auferem lucros nos seus estágios iniciais de operação – havendo, inclusive, empresas que permanecem todo seu ciclo de atividade dando prejuízos, até serem finalmente incorporadas em outras operações. Nesse cenário, o valor da participação poderia ser mais adequadamente quantificado por outros métodos, como, por exemplo, o múltiplo do resultado de vendas. Do mesmo modo, a condição de sócio da parte e a rede negocial em que se insere o contrato de opção de compra e venda de ações têm relevância hermenêutica na determinação do preço.

Por fim, vejamos o cenário em que tais opções são pactuadas em conjunto com um contrato de compra e venda de participações societárias. Na maioria dos casos, trata-se, na praxe negocial, de contrato com execução diferida, também frequentemente acompanhados de diversos outros negócios jurídicos e acordos parassociais⁴². Em se tratando de uma rede negocial que, usando a expressão de Junqueira de Azevedo, contém contratos *per relationem*, com proximidade entre as partes, há impacto direto nas expectativas quanto às decisões tomadas em contrato acerca de participações societárias⁴³. Afinal, nesse cenário, mesmo em um contexto mercantil, não há como retirar um caráter *processual* da relação entre as partes.

Dessa forma, esse caráter relacional deve ser considerado ao se interpretar uma disposição contratual sobre a determinação de preço. Usando como base um exemplo já conhecido na doutrina, ao se interpretar uma cláusula que preveja, sem indicação clara de ordem, diversos métodos de cálculo do preço do exercício da opção de

42 Cf. MARTINS-COSTA, Fernanda Mynarski. *Execução diferida nos contratos de M&A*. São Paulo: Almedina, 2022.

43 AZEVEDO, Antonio Junqueira de. “(Parecer) Contrato de opção de venda (put option) de ações. Conflito entre o critério de determinação do valor das ações e o piso mínimo estipulado para a transferência. Interpretação do conceito de preço justo. A boa-fé e os usos, visando evitar o enriquecimento sem causa”. In: *Novos Estudos e Pareceres de Direito Privado*. São Paulo: Saraiva, 2009. 273-286.

compra e venda, deve-se priorizar aqueles métodos que estabeleçam a participação de ambas as partes – como, por exemplo, a indicação consensual de consultoria técnica para avaliação do valor das participações societárias⁴⁴. Por outro lado, podem ser vislumbrados cenários, efetivamente presentes na prática negocial, em que o contrato de opção de compra e venda de participações societárias é feito de forma isolada com uma parte que não tenha proximidade relativa, sem que haja uma teia negocial complexa. Nesses casos, certamente não haveria em princípio uma precedência de métodos “bilaterais” de cálculo do preço sobre os demais.

Logo, nota-se que, do ponto de vista interpretativo, há distinção substancial entre os cenários, havendo impacto direto das partes na interpretação do preço de exercício.

4.2. PRAZO DE EXERCÍCIO DA OPÇÃO DE COMPRA E VENDA

Passa-se, agora, à análise dos problemas hermenêuticos relativos aos prazos de exercício das opções de compra e venda. De início, não há nenhuma disposição legal no Brasil que disponha sobre o prazo de exercício de uma opção de compra e venda de participações societárias, incidindo, portanto, a previsão geral de direito das obrigações de que um contrato pode ser pactuado por prazo determinado ou indeterminado.

Comefeito, caso o contrato não especifique um prazo determinado, a opção tem prazo indeterminado para exercício, admitindo-se a denúncia da relação contratual, nos termos do art. 473 do Código Civil. Em todo caso, para maior previsibilidade e executividade da avença, o prazo para o exercício da opção é frequentemente definido pelas partes nos termos do contrato; algumas vezes com prazo expresso em um período de tempo delimitado, outras vezes atrelado a um evento posterior com prazo ainda indeterminado sujeito à condição suspensiva, como exemplificado nas cláusulas no Item 2. Mesmo

⁴⁴ Ibid.

nestes casos, não raramente há omissões, obscuridades e contradições na definição do prazo de exercício que demandam interpretação.

Vejamos, nesse cenário, se as partes envolvidas no negócio jurídico possuem valor interpretativo. Retomemos o caso do *Private Equity*, já apontado acima. Para além das características apontadas, sociedades e fundos de *Private Equity* são estabelecidos com prazos e ciclos de investimento pré-definidos, ao fim dos quais buscam mecanismos de saída ou de desinvestimento parcial das empresas geridas. Esses ciclos e prazos são sincronizados justamente com as etapas de captação de recursos em mercado e de realização dos lucros que duram, na prática, cerca de dez anos.

Não há, portanto, uma expectativa genérica de permanência como sócio, tampouco há expectativa de saída em curto prazo, o que pode auxiliar na interpretação das declarações das partes e dar contorno a expressões como “exercício da opção no prazo razoável”, limitando ou ampliando o lapso a depender do momento contratual. Novamente, não se trata de atribuir valor normativo ao desejo de *uma* das partes quanto ao prazo de exercícios⁴⁵, mas sim de identificar que negócios celebrados entre determinados agentes econômicos – como, nos exemplos adotados, as sociedades e fundos de *Private Equity* e *startups* – possuem características negociais distintas que impactam no tempo da transação.

Essa análise da situação negocial, dos objetivos e expectativas legítimas de cada contratante e dos investimentos realizados pelas partes são centrais na definição do “prazo razoável” e se coadunam com a limitação legal expressa no parágrafo único do art. 473 do Código Civil do direito de denúncia que deve observar “prazo compatível com a natureza e o vulto dos investimentos”.⁴⁶

45 GOMES, Orlando. *Contratos*. Atualizadores Antonio Junqueira de Azevedo e Francisco Paulo de Crescenzo Marino, 26 ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 241.

46 Em análise do referido dispositivo legal, Rodrigo Xavier Leonardo aponta que “ainda que se verifique o direito subjetivo, sob a modalidade do direito potestativo, de denunciar (situação ordinária) ou, conforme o caso, de resilir (situação extraordinária) a relação jurídica contratual, não se pode perder de vista o *limite ao exercício*. Esse poder não comporta o exercício incompatível aos investimentos realizados pelo contratante sujeito ao desligamento”. *In: A Denúncia e a Resilição: Críticas e Propostas*

Tomemos agora o caso de opções de compra e venda previstas em conjunto com contratos parassociais, normalmente pactuadas entre sócios como mecanismo de resolução de impasse. Acordos parassociais, como se sabe, são contratos que dispõem sobre os direitos, obrigações e responsabilidades dos sócios e possuem regramento típico na Lei nº 6.404/76 (Lei das S/A), também aplicável às sociedades limitadas de modo supletivo, nos termos e observado o art. 1.053, parágrafo único do Código Civil⁴⁷.

Quando inicialmente previstos e incorporados à praxe no direito brasileiro, não havia previsão legal expressa sobre o prazo de vigência de tais contratos, tema que gerou à época controvérsia na doutrina⁴⁸ e nos tribunais⁴⁹. Afinal, sem determinação do termo, deveriam ser aplicadas as regras gerais de extinção contratual e de denúncia vazia, já que acordo parassocial é, antes de tudo, contrato.

Entretanto, em 2001 com a inclusão do §6º ao art. 118 da Lei das S/A, que prevê que o acordo de acionistas cujo prazo for fixado em função de termo ou condição resolutiva somente pode ser denunciado segundo suas estipulações, o tema passou a contar com

Hermenêuticas ao Art. 473 do CC/2002 Brasileiro. *Revista de Direito Civil Contemporâneo*, v. 7/2016, p. 110, abr - jun/2016

47 Sobre acordos parassociais em sociedades limitadas, ver também: CRAVEIRO, Mariana Conti. *Contratos entre Sócios: Interpretação e Direito Societário*. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p.39.

48 Havia já no direito brasileiro posição de que haveria “identidade de prazos” entre contrato parassocial e contrato societário, resultando na impossibilidade de rescisão unilateral do primeiro. Confira-se: “No caso do contrato parassocial, não há um contrato por tempo indeterminado, mas sim por prazo determinável, que é o da duração da associação entre os grupos nas empresas estruturadas na forma do pacto parassocial. Na realidade, a vinculação que já assinalamos entre os contratos societários e parassociais enseja a identidade de prazos entre ambos, devendo prevalecer as cláusulas dos instrumentos parassociais, enquanto perdurar a associação das partes, no negócio jurídico associativo que organizaram em comum”. In: WALD, Arnoldo. Do descabimento de denúncia unilateral de pacto parassocial que estrutura o grupo societário. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 81, p. 13-21, 1991. De qualquer modo, tratava-se de posição em âmbito doutrinário, sem previsão clara na legislação.

49 ALVARENGA, Maria Isabel de A. *Impossibilidade de Resilição Unilateral de Acordo de Acionistas por Prazo Indeterminado – Comentário ao Acórdão do Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo na Apelação Cível n. 211.924.1/4*. *Revista de Direito Mercantil*, São Paulo, v. 108, p. 190, out./dez. 1997.

expressa disposição legal nos âmbitos das companhias. Os contratos parassociais passaram a ser – e ainda são – comumente pactuados pelo prazo em que “permanecer a condição de sócios das partes”, atingindo assim os mesmos efeitos de uma pactuação indeterminada sem acompanhar os ônus decorrentes dessa indeterminação⁵⁰.

Feito esse panorama, acordos de sócios são frequentemente pactuados em conjunto com outros negócios jurídicos, incluindo, como já mencionado, as opções de compra e venda. Não é raro que essas opções tenham seu prazo de exercício atrelado à vigência de tais acordos, resultando em contratos de opções que também possuem, à primeira vista, prazos indeterminados.

Há, pelo menos do ponto de vista funcional, uma lógica para uso dessa técnica contratual: uma opção de compra e venda prevista como mecanismo de resolução de impasse em contrato parassocial é mais efetiva se estipulada enquanto subsistir a possibilidade de um conflito futuro. Além disso, no caso das sociedades anônimas, se observado o art. 118, §1º da Lei das S/A, essa disposição seria inclusive oponível a terceiros e à companhia, tornando ainda mais atraente a pactuação conjunta desses negócios jurídicos. Nesse sentido, aponta Fran Martins:

Havendo, desse modo, no Brasil um acordo de acionistas impedindo a livre disposição, pelos participantes do mesmo, de suas ações ou até da posição que eles tenham na sociedade, já que o acordo pode versar sobre *compra* de ações, esse acordo repercute na sociedade, que deve observá-lo se o mesmo for devidamente arquivado em sua sede, e igualmente em relação a terceiros, a quem serão oponíveis as obrigações decorrentes de tal acordo.⁵¹

50 BARBI FILHO, Celso. Acordo de Acionistas: panorama atual do instituto no direito brasileiro e propostas para a reforma de sua disciplina legal. *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, São Paulo, v. 3, n. 8. p. 31 - 59, abril, 2000, p. 45.

51 In: *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas: artigo por artigo*. Atualizador Roberto Papini, 4 ed. Rio de Janeiro: Forense, 2010, p. 420.

Nesse contexto, a conjunção desses dispositivos legais e contratuais poderia resultar em uma interpretação de que o prazo de exercício da opção em acordo parassocial perduraria enquanto “permanecer a condição de sócios das partes”, sem que fosse possível a denúncia imotivada do contrato optativo nesse ínterim ou houvesse qualquer mecanismo claro de repactuação.

De fato, essa coligação de negócios jurídicos pode tornar, a depender da redação contratual, os prazos de exercício das opções de compra e venda funcionalmente atrelados aos prazos dos acordos parassociais. Por outro lado, essa conexão implica também no reconhecimento da *processualidade*⁵² da relação entre as partes. Essa ligação se estenderia, naturalmente, também para os demais elementos do contrato optativo (como, por exemplo, o preço de exercício), por se tratar de relação dinâmica e duradoura entre sócios.

Concretamente, no caso de opções como mecanismos de resolução de impasse, essa processualidade da obrigação resultaria em um menor espaço para exercício oportunista em razão de flutuações de preço ou de mudanças de condições financeiras de uma das partes, por exemplo. De certo modo, o caráter processual mitiga a própria indeterminação do prazo de exercício nesses casos, numa espécie de “contrapeso contratual”.

Além disso, essa abordagem se mostra complementar às recentes críticas ao §6º do art. 118 da Lei das S/A, que defendem um “esforço interpretativo [referente ao tema da extinção] do acordo de acionistas, pautado pela boa-fé, pelos bons costumes e pelo fim econômico-social

52 O vínculo estabelecido entre as partes não se resume apenas no momento do exercício da opção, mas se revela em todos os atos de cooperação necessários para que a finalidade da obrigação firmada seja atingida. Nesse sentido, COUTO E SILVA, Clóvis. *A obrigação como processo*, Rio de Janeiro: Editora FGV, 2006, pp. 20-21. “A obrigação, vista como processo, compõe-se, em sentido largo, do conjunto de atividades necessárias à satisfação do interesse do credor. Dogmaticamente, contudo, é indispensável distinguir os planos em que se desenvolve e se adimple a obrigação. Os atos praticados pelo devedor, assim como os realizados pelo credor, repercutem no mundo jurídico, nele ingressam e são dispostos e classificados segundo uma ordem, atendendo-se aos conceitos elaborados pela teoria do direito. Esses atos, evidentemente, tendem a um fim. E é precisamente a finalidade que determina a concepção da obrigação como processo.”

do acordo” e que buscam afastar o risco de uma pactuação perpétua⁵³. Portanto, por mais que essa interpretação possivelmente estenda o prazo de exercício, também impõe maior alinhamento entre as partes e atribui maior valor aos critérios bilaterais, mitigando a extensão do prazo e rebalanceando a relação entre as partes.

5. CONCLUSÃO

Contratos de opção de compra e venda de participações societárias aparecem nos mais distintos contextos negociais. Para além dessa importância prática, nos seus moldes contemporâneos, os modelos de negócio envolvendo opções de compra e venda de participações societárias são influenciados pela prática de países de *common law*, impondo ao direito brasileiro necessário debate acerca da qualificação jurídica desses contratos.

Nesse sentido, buscou-se apresentar as principais funções econômicas dessa forma contratual, que incluem o incentivo a administração da sociedade no melhor interesse dos sócios, o estabelecimento de período adicional de acesso de informações sobre a sociedade e um mecanismo de resolução de impasses societários. Na sequência, foram analisadas as correntes doutrinárias debatendo a natureza jurídica da opção de compra e venda, concluindo pela classificação de contrato *sui generis*, que se sujeita aos limites normativos e ditames gerais de interpretação previstos no direito civil brasileiro.

Esses parâmetros são permeados pelo contexto negocial, que tem especial relevância nos contratos empresariais. Desse modo, buscou-se analisar como os métodos subjetivo e objetivo de interpretação contratual e os parâmetros legalmente estabelecidos devem ser conjugados com as particularidades de cada negócio firmado e com

53 PEREIRA, Rafael Setoguti Julio. *A extinção do acordo de acionistas*. 2018. 162 f. Dissertação de Mestrado. Universidade de São Paulo, p. 148.

função econômica principal almejada nas opções de compra e venda de participações societárias.

Feito esse panorama inicial, neste artigo pretendeu-se explorar, a partir das questões já identificadas pela doutrina envolvendo o preço de exercício e prazo de vigência das opções, o potencial de se recorrer às partes que tipicamente figuram nesses negócios jurídicos. Para além de acrescentar ao esforço doutrinário sobre estes temas, verificaram-se dois achados amplos na pesquisa ora empreendida: (i) o primeiro diz respeito à sistematização dos principais debates sobre opções de compra e venda de participações societárias, que não situavam a questão em termos analíticos e empreendiam uma análise casuística, fortemente influenciada por uma produção “parecerista”; e (ii) o segundo diz respeito à possível utilização dessa mesma análise para outros problemas hermenêuticos envolvendo opções de compra e venda.

Especificamente quanto ao objeto do estudo, verificou-se que, com relação ao preço de exercício, as partes têm uma relevância interpretativa (i) sobre métodos e formas de cálculos dos valores e (ii) sobre a possível caracterização de cláusula leonina. Com relação ao prazo da opção, constatou-se que partes têm relevância hermenêutica na medida em que (i) seus ciclos de investimento influenciam nos prazos de saída e entrada nas sociedades e (ii) sua relação parassocial conecta o prazo de exercício da opção com a permanência na sociedade.

Por fim, para além desses achados, o trabalho espera contribuir para agendas futuras de pesquisa em outros temas de direito comercial e contratual, buscando sistematizar outros (dos muitos) problemas interpretativos decorrentes dos contratos de compra e venda de participação societária.

6. BIBLIOGRAFIA

ADAMEK, Marcelo V. von. Da invalidade do mecanismo de ajuste de preço inserido em Contrato de Investimento, por Ofensa ao Regime Jurídico da Vinculação Patrimonial (Parecer). *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, v. 66/2014, p. 245-269, 2014

ALVARENGA, Maria Isabel de A. Impossibilidade de Resilição Unilateral de Acordo de Acionistas por Prazo Indeterminado – Comentário ao Acórdão do Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo na Apelação Cível n. 211.924.1/4. *Revista de Direito Mercantil*, São Paulo, v. 108, p. 186-195, out./dez. 1997

AZEVEDO, Antonio Junqueira de. “(Parecer) Contrato de opção de venda (put option) de ações. Conflito entre o critério de determinação do valor das ações e o piso mínimo estipulado para a transferência. Interpretação do conceito de preço justo. A boa-fé e os usos, visando evitar o enriquecimento sem causa”. In: *Novos Estudos e Pareceres de Direito Privado*. São Paulo: Saraiva, 2009

AZEVEDO, Antonio Junqueira de. “Contrato de opção de venda de ações com preço determinável. Análise dualista (Schuld e Haftung) da obrigação de comprar. Interpretação contextual do ônus de notificação prévia para exercício da obrigação de comprar pagando o menor preço”. In: *Novos Estudos e Pareceres de Direito Privado*. São Paulo: Saraiva, 2009

AZEVEDO, Antonio Junqueira de. “Contrato de opção de venda de participações societárias. Variação imprevisível do valor da coisa prometida em relação ao preço de mercado. Possibilidade de revisão por onerosidade excessiva com base nos arts. 478 a 480 do Código Civil em contrato unilateral”. In: *Novos Estudos e Pareceres de Direito Privado*. São Paulo: Saraiva, 2009

BARBI FILHO, Celso. Acordo de Acionistas: panorama atual do instituto no direito brasileiro e propostas para a reforma de sua disciplina legal. *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, São Paulo, v. 3, n. 8. p. 31-59, abril/2000

BUENO, Francisco de Godoy. Regime Jurídico dos Contratos Atípicos no Direito Brasileiro. *Revista de Direito Civil Contemporâneo*, v. 6/2016, p. 55-73, jan- mar/2016

BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. *Compra e venda de participações societárias de controle*. Editora Quartier Latin do Brasil, 2018

CÂMARA DO MERCADO. Ementário: SENTENÇA ARBITRAL PARCIAL (PUBLICADA NA 3ª EDIÇÃO DO EMENTÁRIO -- 08.12.2020). 4 ed. São Paulo: 10 de dezembro de 2021. Disponível em: <https://www.camaradomercado.com.br/assets/pt-BR/4-edicao-ementario.pdf>

COMIRAN, Giovana Cunha. *Os Usos Comerciais: Da Formação dos Tipos à Interpretação e Integração dos Contratos*. São Paulo: Quartier Latin, 2019

COUTO E SILVA, Clóvis. *A obrigação como processo*, Rio de Janeiro: Editora FGV, 2006

CRAVEIRO, Mariana Conti. “Alguns Aspectos Jurídicos do Desinvestimento nas Operações de Private Equity”. In: SOUSA JÚNIOR, Francisco Satiro de (coord.), *Mercado de Capitais, Série GVLaw - Direito, Gestão e Prática*, São Paulo, Saraiva, 2013, p.89-117

CRAVEIRO, Mariana Conti. *Contratos entre Sócios: Interpretação e Direito Societário*. São Paulo: Quartier Latin, 2012

DAY, Christian C. Is there a tulip in your future?: ruminations on tulip mania and the innovative Dutch futures markets. *Journal des Economistes et des Etudes Humaines*, v. 14, n. 2, p. 151-170, 2004

FERREIRA, Mariana Martins Costa. *Soluções contratuais para resolução de impasse: cláusulas buy or sell e opções de compra e venda (put and call options)*. 333 f. 2017. Dissertação de Mestrado. Universidade de São Paulo

FORGIONI, Paula A. *Contratos empresariais: teoria geral e aplicação* 5 ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2020

FORGIONI, Paula A. Integração dos Contratos Empresariais: Lacunas, Atuação dos Julgadores, Boa-Fé e Seus Limites. *Revista de Arbitragem e Mediação*, v. 45, p. 229-244, abr - jun/2015

FRADERA, Vera M. Jacob de. “Enunciado ao art. 113”. In: AGUIAR JR., Ruy Rosado (Org.). *V Jornada de Direito Civil*. Brasília: Conselho de Justiça Federal, 2012

GOMES, Orlando. *Contratos*. Atualizadores Antonio Junqueira de Azevedo e Francisco Paulo de Crescenzo Marino, 26 ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009

GOMES, Orlando. *Obrigações*. 15. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2000

HUCK, Hermes Marcelo. Pactos Societários Leoninos. *Revista dos Tribunais*, ano 88, v. 760, p. 64-73, fev/1999

IGLESIAS, Felipe Campana Padin. *Opção de compra ou venda de ações no direito brasileiro: natureza jurídica e tutela executiva judicial*. 2011. Dissertação de Mestrado. Universidade de São Paulo

JENSEN, Brian M, Societas leonina or the lion's share. An analysis of Aesopica 149, Phaedrus I.5 and Babrius I.67. *Eranos. Acta philologica suecana*, 2004, CII, fasc. 2, pp. 97-104. Disponível em: <https://www.diva-portal.org/smash/get/diva2:173537/FULLTEXT01.pdf>

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Pactos parassociais. Natureza jurídica. Execução específica. Opção de recompra de participação societária e inexistência de infringência dos arts. 288 do CComercial e 1.372 do CC, por não configurar pacto leonino, *Revista dos Tribunais*, ano 74, nov/1985

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Direito do acionista ao dividendo*. São Paulo: Obelisco. 1969

LEONARDO, Rodrigo Xavier. A Denúncia e a Resilição: Críticas e Propostas Hermenêuticas ao Art. 473 do CC/2002 Brasileiro. *Revista de Direito Civil Contemporâneo*, v. 7/2016, p. 95 – 117, abr -jun/2016

MARINO, Francisco Paulo De Crescenzo. *Interpretação do negócio jurídico*, São Paulo, Saraiva, 2011

MARTINS-COSTA, Fernanda Mynarski. *Execução diferida nos contratos de M&A*. São Paulo: Almedina, 2022

MARTINS-COSTA, Judith. Como harmonizar os modelos jurídicos abertos com a segurança jurídica dos contratos? (Notas para uma Palestra). *Revista Brasileira de Direito Civil*, v. 5, p. 67-76, 2015. Disponível em: <https://rbdcivil.ibdcivil.org.br/rbdc/article/view/90/86>

MARTINS-COSTA, Judith. “O método da concreção e a interpretação dos contratos: primeiras notas de uma leitura suscitada pelo Código Civil”. In: *Temas Relevantes do Direito Civil Contemporâneo: reflexões sobre os Cinco Anos do Código Civil. Estudos em homenagem ao Professor Renan Lotufo*. São Paulo: Atlas, 2008. Disponível em: [http://www.idclb.com.br/revistas/31/revistas31%20\(10\).pdf](http://www.idclb.com.br/revistas/31/revistas31%20(10).pdf)

MARTINS, Fran. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas: artigo por artigo*. Atualizador Roberto Papini, 4 ed. Rio de Janeiro: Forense, 2010

PEREIRA, Rafael Setoguti Julio. *A extinção do acordo de acionistas*. 2018. 162 f. Dissertação de Mestrado. Universidade de São Paulo

PIRES, Catarina Monteiro. *Aquisições de empresas e de participações acionistas: problemas e litígios*. Coimbra: Almedina, 2018

PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. “Parecer n. 173. Sobre Diminuição do Prazo para a Existência de Sociedade por Cotas de Responsabilidade Limitada, e Cláusulas Contratuais que têm de ser Respeitadas”. *Dez anos de pareceres*, v. 7, Rio de Janeiro: Francisco Alves, 1976

RAMOS, André Luiz Arnt; CATALAN, Marcos Jorge. A interpretação dos contratos à luz da Lei da Liberdade Econômica: por ora, Hermes nada de novo tem a dizer. *Civilística*, v. 10, n. 1, p. 1-22, 2021

RODRIGUES JUNIOR, Otavio Luiz e LEONARDO, Rodrigo Xavier. “A interpretação dos negócios jurídicos na lei da liberdade econômica”. In: CUNHA FILHO, Alexandre J. Carneiro da; PICCELLI, Roberto R.; MACIEL, Renata Mota (coord). *Lei de liberdade econômica: anotada - Lei nº 13.874, de 2019*. São Paulo: Quartier Latin, 2020. v. 2, p. 219-226

ROPPO, Vincenzo. *Diritto privato*, 5ª ed., Torino: G. Giappichelli, 2016

SIMÃO FILHO, Adalberto. “Sistema interpretativo da rede conexional de contrato em ambiente de sociedade da informação”. In: GUERRA, Alexandre Dartanhan de Mello. (org.). *Estudos em homenagem a Clóvis Beviláqua por ocasião do centenário do Direito Civil codificado no Brasil*. 1.ed. São Paulo: Escola Paulista de Magistratura, 2018, v. 2, p. 507-525

TEUBNER, Gunther. Legal irritants: good faith in British law or how unifying law ends up in new divergencies. *The Modern Law Review*, v. 61, n. 1, p. 11-32, 1998

TOMASEVICIUS FILHO, Eduardo. A tal “lei da liberdade econômica”. *Revista da Faculdade de Direito, Universidade De São Paulo*, v. 114, pp. 101-123, 2019

VIO, Daniel de Avila. Opção de Venda de Ações no Mercado de Private Equity, art. 1.008 do Código Civil e Sociedade Leonina. *Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários - Edição Comemorativa dos 45 anos das Leis nº 6.385 e 6.404*. 1 ed. São Paulo: Almedina, 2022, v. I, p. 169-199

WALD, Arnaldo. Do descabimento de denúncia unilateral de pacto parassocial que estrutura o grupo societário. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 81, p. 13-21, 1991

CLÁUSULA DE INDENIZAÇÃO E EQUILÍBRIO CONTRATUAL NA COMPRA E VENDA DE PARTICIPAÇÃO SOCIETÁRIA DE CONTROLE

Ricardo Villela Mafra Alves da Silva (UERJ, Rio de Janeiro)

RESUMO:

O presente artigo tem como objetivo investigar a relação entre a cláusula de indenização e o equilíbrio dos contratos de compra e venda de participação societária de controle. Nesses contratos, o vendedor transfere ao comprador não apenas as ações ou quotas que representam a participação societária, mas também o direito de dirigir, por meio do controle societário, uma determinada empresa. Como consequência disso, as partes buscam definir, no âmbito do contrato, a delimitação precisa dos ativos e passivos que compõem a atividade alienada por meio da participação de controle. Em razão da incerteza dessa definição, a cláusula de indenização serve como mecanismo para ajustar a prestação principal das partes (comprador e vendedor), delimitando a extensão da álea normal do contrato. O trabalho concluiu que a cláusula de indenização, ao impactar diretamente o sinalagma do contrato de compra e venda de participação societária de controle, deve ser encarada como principal parâmetro de equilíbrio contratual no contexto da transferência do controle societário. O método de análise utilizado foi o dedutivo, com base em revisão da literatura especializada.

Palavras-chave: transferência do controle; contrato de compra e venda de participação societária de controle; cláusula de indenização; preço de aquisição; álea contratual; álea normal do contrato; equilíbrio contratual.

INDEMNIFICATION CLAUSE AND CONTRACTUAL EQUILIBRIUM IN THE PURCHASE AND SALE OF CONTROLLING PARTICIPATION

ABSTRACT:

This article aims to investigate the connection between the indemnification clause and the equilibrium of the purchase and sale of controlling participation of companies. In such agreements, the seller transfers to the purchaser not only the stocks or quotas that represent the corporate participation, but also the right to manage, though the corporate control, a certain enterprise. Therefore, the parties will seek to define, in the agreement, the precise delimitation of the assets and liabilities that compose the activity being sold through the controlling participation. Because of the uncertainty in such definition, the indemnification clause serves as a mechanism to adjust the main obligations of the parties (purchaser and seller), limiting the risks assumed by each party. The conclusion was that the indemnification clause, due to its impact on the obligation of each party of the purchase and sale agreement of controlling participation, must be viewed as the main parameter of contractual equilibrium in the context of a sale of control. The method of analysis used in the article was deductive, based on the review of the literature on the subject.

Keywords: transfer of control; purchase and sale agreement of controlling participation; indemnification clause; acquisition price; contractual risk; normal risk assumed by the parties; contractual equilibrium.

INTRODUÇÃO

O presente artigo tem como objetivo investigar a relação entre a cláusula de indenização e o equilíbrio dos contratos de compra e venda de participação societária de controle. Nesses contratos, como se demonstrará, o vendedor transfere ao comprador não apenas as ações

ou quotas que representam a participação societária, mas também o direito de dirigir, por meio do controle societário, uma determinada empresa.

A hipótese principal a ser investigada é que a cláusula de indenização, ao impactar diretamente o sinalagma do contrato de compra e venda de participação societária de controle, deve ser encarada como principal parâmetro de equilíbrio contratual no contexto da transferência do controle societário.

O método de análise utilizado no trabalho é o dedutivo, com base em revisão da literatura especializada.

Para os fins pretendidos, o artigo será dividido em quatro partes.

A primeira parte buscará analisar a prestação principal das partes no contrato de compra e venda de participação societária, diferenciando as alienações minoritárias daquelas que envolvem a transferência do controle.

A segunda parte investigará os impactos da cláusula de indenização sobre o sinalagma do contrato, especialmente no que diz respeito à incerteza das partes quanto à extensão de suas respectivas prestações principais.

A terceira parte se debruçará sobre a álea do contrato de compra e venda de participação societária de controle, com foco na sua qualificação como aleatório ou comutativo, à luz da incerteza quanto à extensão das prestações.

Por fim, a quarta parte se dedicará ao exame da relação entre a cláusula de indenização e o equilíbrio do contrato de compra e venda de participação societária de controle.

1. A PRESTAÇÃO PRINCIPAL DAS PARTES NO CONTRATO DE COMPRA E VENDA DE PARTICIPAÇÃO SOCIETÁRIA DE CONTROLE

Duas situações distintas podem ocorrer em um contrato de compra e venda de participação societária com relação à prestação das partes. No caso de participações minoritárias, o objeto da prestação

principal do vendedor é a transferência de ações ou quotas que representam a participação societária. Na perspectiva do comprador, seu interesse limita-se aos direitos políticos e econômicos que a participação lhe garantirá.

No caso de participações majoritárias, contudo, a prestação principal do vendedor não se limita à transferência das ações ou quotas. Nos casos em que a participação majoritária é acompanhada do controle societário, transfere-se, além dos direitos inerentes às ações ou quotas, também o controle sobre a empresa, que envolve complexo de bens e passivos utilizados na condução de uma atividade econômica⁵⁴.

O controle sobre uma sociedade pode se manifestar de diversas formas. Segundo classificação proposta por Adolf A. Berle e Gardiner C. Means, o controle societário pode ocorrer pelos seguintes meios: (i) propriedade da totalidade ou quase totalidade das ações que compõem o capital social; (ii) propriedade de ações que garantam da maioria dos votos nas deliberações sociais; (iii) emprego de mecanismos legais que garantam preponderância ao acionista, como estruturas piramidais e

54 A empresa pode ser vista, do ponto de vista material, como uma universalidade de fato. “Esses elementos ativos e passivos, que integram a parte material da empresa, podem ser encarados como um todo, como uma universalidade” (LOBO, Carlos Augusto da Silveira. O conceito de empresa e o direito. In: CANTIDIANO, Maria Lucia; MUNIZ, Igor; CANTIDIANO, Isabel. *Sociedades anônimas, mercado de capitais e outros estudos: homenagem a Luiz Leonardo Cantidiano*. São Paulo: Quartier Latin, 2019, v. 1. p. 231). Como universalidade de fato, a empresa pode ser objeto de negócios jurídicos, inclusive por meio da compra e venda de participações societárias de controle. Nesse sentido: “A determinação prévia do âmbito de tutela do comprador depende: (i) da existência de uma ‘garantia’ quanto à vicissitude reclamada pelo comprador e (ii) da diferenciação entre perturbações no cumprimento na venda de participações acionistas ‘simples’ (isto é, que não permitam ao comprador o controle da sociedade, e em que não há fundamento para considerar que foi vendida uma empresa) e perturbações no cumprimento na venda de participações acionistas de controle em que possa haver venda da empresa. [...] Quanto à perturbação do cumprimento na venda de participações de controle, começamos por notar que a possível coincidência entre controle da sociedade e controle da empresa reclama considerações particulares. Com efeito, a empresa é um conjunto de coisas, direitos e valores patrimoniais e representa, jurídica e economicamente, uma unidade objetiva. Dito de outro modo, é um conjunto de coisas, direitos, deveres e bens imateriais que conformam uma unidade. Sendo a ‘empresa’ uma unidade, a ‘venda da empresa’ deve também ser compreendida unitariamente” (PIRES, Catarina Monteiro. *Aquisição de empresas e de participações acionistas: problemas e litígios*. Coimbra: Almedina, 2018. p. 83-84).

acordos de voto; (iv) titularidade de controle minoritário, quando um acionista ou grupo de acionistas é capaz de angariar, por procurações, votos suficientes para, em conjunto com a sua própria participação societária, exercer a maioria dos votos; e (v) exercício de controle gerencial, quando a propriedade sobre as ações é tão pulverizada a ponto de dificultar a coordenação entre acionistas, permitindo que os administradores exerçam o controle de fato por meio de procurações⁵⁵.

Na doutrina brasileira, as diversas formas de controle societário foram divididas por Fabio Konder Comparato entre modalidades de controle interno e externo⁵⁶. Com relação ao controle interno, o autor adota, em essência, a classificação proposta por Berle e Means, admitindo a existência de controle totalitário, majoritário, minoritário e gerencial⁵⁷. Com relação às hipóteses de controle externo, Comparato cita as situações nas quais o controle é exercido de fato por um agente externo, como um credor ou franqueador, por força de disposições contratuais, ou por intervenção administrativa ou judicial no controle da empresa, como ocorre nos casos de insolvência de instituição financeira⁵⁸.

Apesar das diversas conformações do poder de controle, o artigo 116 da Lei nº 6.404/1976, ao definir o controle societário, deixou de abranger modalidades de controle externo⁵⁹ e interno gerencial⁶⁰.

55 BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. *The modern corporation & private property*. New Brunswick: Transaction Publishers, 1991. p. 66-84.

56 “Não se pode, a nosso ver, recusar a distinção básica entre controle interno e externo. No primeiro caso, o titular do controle atua no interior da sociedade (*ab intus*), lançando mão dos mecanismos de poder próprios da estrutura societária, notadamente a deliberação em assembleia. No segundo, o controle pertence a uma ou mais pessoas, físicas ou jurídicas, que não compõem quaisquer órgãos da sociedade, mas agem de fora (*ab extra*)” (COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. 6. ed. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2014. p. 41).

57 *Ibidem*. p. 67.

58 *Ibidem*. p. 78-87.

59 LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *Estrutura da companhia*. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009. p. 832.

60 COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. *Op. cit.* p. 71.

Embora não seja o objetivo deste trabalho se aprofundar sobre a questão do controle e suas diversas manifestações, pretensão que se situaria fora do escopo ora proposto, fato é que o controle a que se refere o presente estudo – que se debruça sobre a obrigação de indenização e o equilíbrio contratual na transferência de ações ou quotas que confirmam controle ao seu titular – é o interno, decorrente da titularidade de participação societária. De forma ainda mais específica, o controle aqui abordado é o majoritário, já que a transferência de ações ou quotas que não componham a maioria dos votos não assegura ao adquirente o poder de controle⁶¹.

O controle societário interno, exercido por meio da maioria dos votos e definido na lei societária, está associado ao controle sobre a própria empresa⁶². Ainda que não se ignore que a empresa é titularizada pela sociedade, também não se pode ignorar que “os bens sociais pertencem à sociedade, mas quem detém sobre eles o poder de disposição é o empresário, ou seja, o titular do controle”⁶³.

61 Por esse motivo, inclusive, a Comissão de Valores Mobiliários já se manifestou, no Processo nº RJ 2005/4069, no sentido de que o controle minoritário não estaria abrangido na definição do artigo 116 da Lei nº 6.404/1976, por supostamente lhe faltar o requisito da permanência: “Outro ponto importante desse primeiro requisito é a necessidade de permanência do poder. Em razão dele, vencer uma eleição ou preponderar em uma decisão não é suficiente. É necessário que esse acionista possa, juridicamente, fazer prevalecer sua vontade sempre que desejar (excluídas, por óbvio, as votações especiais entre acionistas sem direito a voto ou de determinada classe ou espécie, ou mesmo a votação em conjunto de ações ordinárias e preferenciais, quando o estatuto estabelecer matérias específicas). Por esse motivo, em uma companhia com ampla dispersão ou que tenha um acionista, titular de mais de 50% das ações, que seja omissor nas votações e orientações da companhia, eventual acionista que consiga preponderar sempre, não está sujeito aos deveres e responsabilidades do acionista controlador, uma vez que prepondera por questões fáticas das assembleias não preenchendo o requisito da alínea ‘a’ do art. 116, embora preencha o da alínea ‘b’. Esse acionista seria considerado, para determinação de sua responsabilidade, como um acionista normal (sujeito, portanto, ao regime do art. 115)” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, Processo nº RJ 2005/4069, Rel. Diretor Pedro Oliva Marcílio de Sousa, j. 11/04/2006).

62 “Assim, o controle sobre a sociedade e o controle sobre a empresa não se dissociam, mas representam um só e mesmo poder” (Ibidem. p. 102).

63 Ibidem. p. 110.

Na sistemática da Lei nº 6.404/1976, o controle societário pode ser objeto de negócios jurídicos⁶⁴. A lei trata do assunto em quatro dispositivos distintos, que abordam o controle com o significado de um conjunto de ações⁶⁵: (i) no artigo 254-A, referente à oferta pública de alienação do controle de companhia aberta, que inclusive o precifica, determinando que as ações votantes detidas por acionistas minoritários sejam alienadas por 80% do preço atribuído às ações do bloco controlador; (ii) no artigo 256, em que se determina a necessidade de a assembleia geral da companhia aberta aprovar a compra do controle de sociedade mercantil em determinadas situações; (iii) no artigo 257, a respeito da oferta pública para aquisição de controle de companhia aberta; e (iv) no artigo 262, com relação à oferta concorrente para aquisição do controle de companhia aberta.

É certo que os dispositivos mencionados acima tratam especificamente de negócios sobre o controle societário envolvendo companhias abertas. No entanto, a compra e venda de participações de controle envolvendo companhias fechadas e sociedades limitadas são similares com relação ao objeto da prestação principal do vendedor: a transferência do controle sobre as atividades do empresário, que pode ser objeto de negócio jurídico e possui valor por si só⁶⁶.

64 Por todos, vide Nelson Eizirik: “A propósito, considera-se que o poder de controle constitui um bem ao qual é atribuído valor próprio, que não se confunde com o valor individual das ações que garantem o seu exercício. Em vista disso, nas operações de transferência de controle, são atribuídos às ações componentes do bloco de controle, em regra, preços mais elevados do que aqueles pelos quais as demais ações são normalmente negociadas no mercado secundário; a diferença é usualmente denominada como ‘ágio’ ou ‘prêmio de controle’” (EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. São Paulo: Quartier Latin, 2011. v. 3. p. 414).

65 LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *Estrutura da companhia*. Op. cit. p. 823-824.

66 Confira-se, nesse sentido, a lição de Rubens Requião: “O direito comercial moderno tem incluído, em seu âmbito, depois de profundas pesquisas e debates entre seus mestres, uma categoria cada vez maior de bens chamados ‘materiais’ ou ‘incorpóreos’. Sabe-se, tomando-se um dos mais mezinhos exemplos, que o conjunto de bens considerados unitariamente, mantidos unidos pelo empresário, forma o fundo de comércio. Esse fundo adquire um valor global maior do que a soma de valores daqueles bens singulares, se a empresa for convenientemente organizada. Esse sobrevalor é o aviamento, na linguagem moderna dos comercialistas. O aviamento é a capacidade de a empresa gerar lucros, devido a excelência de sua organização. Seja ou não um

Destaca-se que a fundamentação desenvolvida até aqui baseou-se em dispositivos da Lei nº 6.404/1976, que tratam do poder de controle de forma detalhada. Tal detalhamento não existe no Código Civil, que rege as sociedades limitadas. Ademais, até recentemente, argumentava-se que o controle societário nas sociedades limitadas dependeria da propriedade de 75% do capital social, quórum anteriormente necessário para modificar o contrato social⁶⁷.

No entanto, tendo em vista as modificações introduzidas pela Lei nº 14.451/2022, que deu nova redação ao artigo 1.076, II, do Código Civil, passando a sujeitar a alteração do contrato social aos votos que representem a maioria do capital social, pode-se afirmar que os contornos objetivos do controle interno majoritário na sociedade limitada aproximaram-se daqueles aplicáveis às sociedades anônimas. Desse modo, na sociedade limitada, assim como nas companhias, a titularidade de direitos de sócio que confirmam a maioria dos votos em reuniões ou assembleias garantirá ao seu detentor a prevalência permanente nas deliberações e o direito de eleger a maioria dos

atributo da clientela, constitui um bem imaterial, pois tem valor mensurável, no caso de venda do estabelecimento. Admite o direito italiano atual que seja ele objeto de lançamento contábil, em consequência da venda da 'azienda'. O mesmo raciocínio aplicamos ao 'controle' acionário, pois a circunstância de o acionista, além de deter suas ações, dispor do poder acrescido de deliberação da sociedade, constitui por isso um sobrevalor, mensurável em termos econômicos. O direito comercial moderno tem incluído, em seu âmbito, depois de profundas pesquisas e debates entre seus mestres, uma categoria cada vez maior de bens chamados 'imateriais' ou 'incorpóreos'. Sabe-se, tomando-se um dos mais mezinhos exemplos, que o conjunto de bens considerados unitariamente, mantidos unidos pelo empresário, forma o fundo de comércio. Esse fundo adquire um valor global maior do que a soma de valores daqueles bens singulares, se a empresa for convenientemente organizada. Esse sobrevalor é o aviamento, na linguagem moderna dos comercialistas. O aviamento é a capacidade de a empresa gerar lucros, devido a excelência de sua organização. Seja ou não um atributo da clientela, constitui um bem imaterial, pois tem valor mensurável, no caso de venda do estabelecimento. Admite o direito italiano atual que seja ele objeto de lançamento contábil, em consequência da venda da 'azienda'. O mesmo raciocínio aplicamos ao 'controle' acionário, pois a circunstância de o acionista, além de deter suas ações, dispor do poder acrescido de deliberação da sociedade, constitui por isso um sobrevalor, mensurável em termos econômicos" (REQUIÃO, Rubens. *Aspectos modernos de direito comercial: estudos e pareceres*. São Paulo: Saraiva, 1977. p. 110).

67 TEIXEIRA, Egberto Lacerda. *Das Sociedades por Quotas de Responsabilidade Limitada (atualizado de acordo com o Novo Código Civil)*. 2. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2006. p. 171.

administradores, assegurando, por consequência, o controle sobre a sociedade.

Retornando-se ao tema das alienações de participações societárias de controle, o que há de diferente nessas transações, em comparação com uma venda de participação minoritária, é o fato de que, como já exposto, ao transferir o controle societário, o vendedor transfere também o poder de dirigir a atividade. Esse é, ao final, o objeto que o comprador da participação societária efetivamente almeja quando adquire o controle da sociedade. As ações ou quotas são apenas um meio para o referido fim.

Isso é mais evidente nos contratos de compra e venda de participações em que o vendedor fornece declarações não apenas com relação às ações ou quotas alienadas, mas também com relação à própria atividade atrelada a elas. Nesses casos, como corretamente apontado por Giacomo Grezzana, “as características do patrimônio e atividades da sociedade-alvo passam a integrar a própria prestação devida pelo alienante que oferece declarações e garantias”⁶⁸.

Porém, não se deve ignorar que, mesmo nos contratos em que o vendedor não fornece garantias sobre o negócio (o que usualmente ocorre nas modalidades de venda “no estado em que se encontra” ou “porteira fechada”), fato é que o comprador pretende adquirir o direito de dirigir as atividades da sociedade por meio da participação de controle.

Portanto, na compra e venda de participação societária controladora, tem-se as seguintes prestações principais: (i) de um lado, a transferência da participação e, por consequência, do controle societário e do direito de dirigir as atividades da sociedade-alvo, pelo vendedor; e (ii) de outro lado, o pagamento do preço de aquisição pelo comprador⁶⁹, que não se limita ao valor econômico, patrimonial ou de

68 GREZZANA, Giacomo. *A cláusula de declarações e garantias em alienação de participação societária*. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 216.

69 Destaca-se a posição contrária de Gabriel Buschnielli: “Depreende-se dessas afirmações que o contrato de compra e venda de participações societárias, a princípio, devem sempre ser analisados enquanto tais. A aplicação de regimes pertinentes à transmissão de bens integrantes do patrimônio societário é admitida. Por importar

mercado das ações ou quotas alienadas, abrangendo também o valor do próprio controle⁷⁰.

Em função das características das prestações principais das partes, é possível afirmar que o contrato de compra e venda de participação societária de controle é oneroso, bilateral ou sinalagmático, havendo vínculo funcional entre as prestações⁷¹.

desconsideração da personalidade jurídica, porém, sujeita aquele que a propugna a se desincumbir de ônus argumentativo e a demonstrar a razão que justificaria o afastamento” (BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. *Compra e venda de participações societárias de controle*. Tese (Doutorado em Direito) – Faculdade de Direito. Universidade de São Paulo. 2017. p. 64). A visão do autor, no entanto, além de excessivamente formalista e anacrônica à luz da realidade econômica dos negócios de compra e venda de participação societária de controle, peca por ser demasiadamente abstrata, de modo a torná-la inadequada para a solução de determinados casos concretos. Se as partes deixarem claro no contrato que não intencionam tratar o seu negócio como uma transferência do negócio, respondendo apenas por vícios das ações ou quotas em si, evidentemente que tal vontade deverá ser respeitada pelo intérprete. Se, no entanto, as partes indicarem, por meio de suas declarações de vontade, que estão efetivamente promovendo a transferência de um complexo organizado de bens e passivos utilizados na condução de uma empresa, sendo a transferência da participação societária apenas um meio para esse fim, não há motivo razoável para tratar a venda como mera alienação de ações ou quotas.

70 “Mas qual a prestação, ou o conteúdo da obrigação do cedente? É nesse ponto que aparece a realidade específica do poder de controle societário, inconfundível com as próprias ações cedidas. A cessão de 51% das ações votantes de uma companhia difere da cessão de 49% dessas ações, não apenas por razões de ordem quantitativa, mas sobretudo pela diversidade qualitativa do objeto. Essa diferença de 2% não é apenas numérica, pois importa a alienação de outro bem econômico, diverso dos títulos acionários. No primeiro caso, aliena-se, com a maioria das ações votantes, o poder de decidir e comandar na sociedade, em última instância. Por isso mesmo, o preço unitário das ações cedidas, em tal caso, é muito diferente do que seria estipulado na segunda. Nesta última, leva-se em consideração, essencialmente, o valor de mercado das ações, a sua cotação bolsística e, secundariamente, o seu valor contábil. Ou seja, estima-se o valor dos títulos, considerados em si mesmos. No primeiro caso, ao contrário, o valor de Bolsa nem chega a ser levado em consideração pelas partes no negócio. A fixação do preço é feita em função do patrimônio da companhia emitente, independentemente do seu valor contábil, em função do setor em que se desenvolve a atividade empresarial; isto é, avalia-se a empresa” (COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. Op. cit. p. 231).

71 “Por tal circunstância, mostra-se mais consentâneo com o sistema considerar como bilaterais os contratos em que há nexos de reciprocidade entre as obrigações de ambas as partes, criando vínculo funcional entre as prestações correspondentes. A esse nexo denomina-se sinalagma, e por isso os contratos bilaterais são referidos como sinalagmáticos, com significativas repercussões jurídicas, como a possibilidade de o credor vítima de inadimplemento reter sua própria prestação (exceção de contrato não cumprido) e resolver o contrato (cláusula resolutiva tácita)” (TEPEDINO,

Contudo, ao contrário do que a intuição possa indicar, essas prestações não necessariamente serão equivalentes do ponto de vista econômico, tampouco os seus contornos serão precisos no momento da contratação.

Na maior parte das vezes, o comprador não conhece em profundidade a atividade do empresário cujo controle será adquirido. O vendedor, por outro lado, pode não ter certeza quanto ao valor que efetivamente receberá, caso o comprador estabeleça mecanismos de ajuste de preço para adequá-lo às condições verdadeiras do negócio alienado.

Sabe-se que os contratos onerosos podem ser classificados como comutativos, em que há equivalência entre prestação e contraprestação quanto à sua existência e extensão, ou aleatórios, nos quais uma das prestações é incerta com relação à sua existência ou extensão⁷².

Dada a possível instabilidade da existência e extensão das prestações das partes nos contratos de compra e venda de participação societária de controle, cumpre investigar se esse tipo de contrato deve ser caracterizado como comutativo ou aleatório. Qualquer discussão acerca do equilíbrio contratual se torna inviável sem o prévio esclarecimento dessa questão.

Gustavo; KONDER, Carlos Nelson; BANDEIRA, Paula Greco. *Fundamentos do direito civil: contratos*. Rio de Janeiro: Forense, 2020. p. 71). Especificamente quanto à qualificação do negócio de cessão de controle: “Trata-se, evidentemente, de um contrato sinalagmático e comutativo. Na cessão de controle, como na de ações, ou na compra e venda, há somente duas partes, muito embora possa haver mais de dois sujeitos” (COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. Op. cit. p. 230).

72 “Os contratos onerosos costumam ser subdivididos em comutativos e aleatórios. A comutatividade se caracteriza pela equivalência entre prestação e contraprestação, ambas definidas quanto à sua existência e extensão, de modo proporcional e de prévio conhecimento das partes. Já na aleatoriedade, uma das prestações é incerta quanto à sua existência ou extensão, de maneira que o resultado econômico do contrato torna-se incerto e não sujeito a prévia determinação pelas partes, já que condicionado a evento incerto (obrigação aleatória). Estabelece-se, portanto, relação entre o resultado econômico buscado por uma parte e a possibilidade de resultado econômico para a outra parte, de maneira a internalizar, no próprio equilíbrio contratual, o risco, que no contrato comutativo lhe é externo. As partes voluntariamente perseguem resultado econômico incerto” (Ibidem. p. 73).

Para respondê-la, é preciso examinar as características e efeitos da cláusula de indenização, que, como se demonstrará, tem impacto direto na delimitação precisa da prestação principal das partes no contrato e, portanto, no seu sinalagma.

É certo que diversas cláusulas podem impactar o sinalagma dos contratos de compra e venda de participação societária, como cláusulas de ajuste de preço e de complementação do preço de aquisição (*earn-out*).

No entanto, tais cláusulas não necessariamente estão presentes em todos os contratos. A obrigação de indenização, por outro lado, ainda que não prevista contratualmente, incidirá em alguma medida por meio de institutos legais destinados a garantir o equilíbrio contratual, razão pela qual se escolheu dar ênfase ao seu tratamento.

2. A CLÁUSULA DE INDENIZAÇÃO E SEU IMPACTO SOBRE O SINALAGMA: INCERTEZA QUANTO À EXTENSÃO DA PRESTAÇÃO DAS PARTES

A cláusula de indenização tem como finalidade dar tratamento aos passivos e contingências não conhecidos, não revelados ou não materializados à época da definição do preço de aquisição⁷³. Trata-se de estipulação comum em negócios de alienação de controle⁷⁴.

Ao passo que os passivos e contingências já conhecidos e materializados à época da contratação serão incorporados ao preço de aquisição pelo comprador, os desconhecidos não são, evidentemente, quantificados e precificados pelas partes.

73 “Naturalmente, as dívidas e obrigações da sociedade-alvo já reveladas ao comprador no momento da contratação não se inserem nessa cláusula do contrato. A principal finalidade dessas disposições é proteger o comprador quanto a dívidas ou contingências que desconhecia ou que não assumiu, impondo-se ao vendedor o dever de indenizar” (BOTREL, Sergio. *Fusões e Aquisições*. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 264).

74 “Ademais, em todos os negócios de cessão de controle, as partes costumam estipular que o cedente responde pelo ativo e passivo da companhia, espelhado no balanço: pela integridade do ativo, pela veracidade do passivo” (COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. Op. cit. p. 237).

Além dos passivos, a cláusula de indenização pode ter como objeto também a insuficiência do ativo, isto é, a obrigação de o vendedor indenizar o comprador caso o ativo da sociedade cuja participação é objeto da alienação seja inferior ao declarado no momento da venda.

Dito de outra forma, a cláusula de indenização tem como finalidade assegurar ao comprador a integridade do ativo e delimitar a sua responsabilidade quanto ao passivo do negócio adquirido⁷⁵.

Diversas configurações são possíveis quanto à obrigação de indenizar pactuada pelas partes. As partes podem, nesse sentido, acordar que o vendedor deverá indenizar o comprador pela integralidade dos passivos e contingências (indenização integral) ou que o comprador assumirá a responsabilidade pela integralidade desses valores. Entre esses dois extremos, as partes podem negociar indenizações parciais, sujeitas a determinados limites⁷⁶.

As cláusulas que estabelecem um dever absoluto do vendedor de indenizar o comprador por passivos e contingências decorrentes de fatos anteriores à venda é incomum, pois implicaria em imputar ao vendedor uma responsabilidade ilimitada pelas obrigações atreladas ao negócio. Por outro lado, a cláusula de indenização que exime completamente o vendedor de responsabilidade pode gerar um risco excessivo para o comprador⁷⁷ e, a depender da extensão da isenção garantida pelo contrato, pode até mesmo ser inválida⁷⁸.

75 “Une garantie d’actif net et de passif appelé le plus souvent garantie d’actif et de passif assure à l’acheteur de s’assurer qu’il n’existe pas d’autres passifs que ceux au bilan et ceux hors bilan qui ont été portés à sa connaissance. À défaut, le vendeur accepte de prendre à sa charge, pendant une certaine durée et moyennant certaines conditions, un passif qui n’aurait pas été porté à la connaissance de l’acheteur ou une insuffisance d’actifs” (CEDDAHA, Franck. *Fusions Acquisitions*. 6. ed. Paris: Economica, 2021. p. 120).

76 BOTREL, Sergio. *Fusões e Aquisições*. Op. cit. p. 264-265.

77 “O modelo de responsabilidade total coloca o vendedor em posição mais delicada do que aquela que se encontrava antes da venda. Afinal, estará assumindo pessoalmente dívidas ou obrigações que são de responsabilidade da sociedade-alvo (sendo certo que os sócios, como regra geral, não respondem pelas obrigações assumidas pela sociedade), que a partir da venda estará sob nova gestão, a qual poderá, por sua vez, antecipar a conversão de eventuais contingências em passivo” (Ibidem. p. 265).

78 Vide, por exemplo, opinião de José de Aguiar Dias, para quem a cláusula de não indenizar tem caráter de transação e encontra limites na ordem pública e na

O mais comum, portanto, é que as partes busquem, por meio da cláusula de indenização, estabelecer parâmetros para alocar, entre si, a responsabilidade pelos passivos e contingências desconhecidos do negócio vinculado à participação societária.

Nas obrigações de indenização parcial, as limitações podem dizer respeito: (i) à época do evento que deu origem às perdas; (ii) à ocorrência ou não de desembolso pela parte indenizada; (iii) à sujeição da obrigação a valores mínimos ou máximos de indenização; (iv) ao conhecimento das partes quanto ao passivo; e (v) a características gerais do passivo, como a sua natureza (cível, trabalhista, fiscal etc.) e a forma de sua materialização⁷⁹.

Sem a pretensão de estabelecer uma classificação rígida e exaustiva das diversas modalidades de cláusula de indenização – até porque ela é flexível por natureza –, é possível afirmar que as suas limitações serão determinadas a partir do objeto da indenização, da extensão do dever de indenizar e do conhecimento do comprador sobre a existência da perda potencial.

Quanto ao objeto da indenização, os contratos de compra e venda de participação societária geralmente estabelecem a indenização por: (i) descumprimento do contrato; (ii) falsidade ou inexatidão de declarações e garantias prestadas no contrato; e (iii) perdas⁸⁰

impossibilidade de afastamento da responsabilidade no caso de dolo (DIAS, José de Aguiar. *Cláusula de não-Indenizar: chamada cláusula de irresponsabilidade*. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1980. p. 248). No mesmo sentido, vide Carla Pavesi Gorescu, que, com base em revisão da doutrina, afirma que a validade da cláusula de não-indenizar depende das seguintes condições: “(i) o dano objeto da indenização não pode decorrer de dolo ou culpa grave do vendedor; (ii) a limitação ou exoneração, conforme o caso, não pode ser proibida por norma cogente ou desrespeitar a ordem pública; (iii) a limitação ou exoneração, conforme o caso, não pode comprometer a vida e a integridade física de pessoas naturais; e (iv) a limitação ou exoneração, conforme o caso, não pode dizer respeito à obrigação principal” (GORESCU, Carla Pavesi. *Delimitação da indenização em operações de fusões e aquisições no Brasil*. São Paulo: Almedina, 2020. p. 68-69). Vide, ainda, em sentido semelhante a Carla Pavesi Gorescu: CARVALHO, Rafael Villac Vicente de. Da cláusula limitadora de indenização em contratos de M&A. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von; PEREIRA, Rafael Setoguti J. *Fusões e Aquisições (M&A)*. São Paulo: Quartier Latin, 2022. p. 824-829.

79 BOTREL, Sergio. *Fusões e Aquisições*. Op. cit. p. 265.

80 A definição do que constitui uma “perda” para fins da obrigação de indenizar é, na maior parte das vezes, objeto de negociação específica. Vide, nesse sentido: “As regras

decorrentes de fatos e eventos ocorridos antes da transmissão da propriedade sobre a participação societária⁸¹.

Com relação à extensão da obrigação de indenizar, o contrato muitas vezes prevê limites temporais e de valor à indenização. O limite temporal refere-se ao prazo para que o pleito de indenização seja apresentado à parte devedora da indenização. O limite de valor, por sua vez, pode ser negociado de várias formas, como: (i) limite mínimo para que um passivo seja indenizável; (ii) limite mínimo para que uma indenização seja paga; (iii) limite máximo para o valor da indenização; e (iv) limites personalizados para tipos específicos de passivos⁸².

sobre o que é uma perda, que será indenizável nas hipóteses previstas no contrato, costumam variar mais. Há contratos em que se refere, genericamente, a perdas, prejuízos ou danos, se que haja uma definição expressa em suas cláusulas – nesses casos, em nossa opinião, devemos recorrer às regras gerais sobre perdas e danos previstas em lei (*i.e.*, o disposto nos artigos 402 a 405, do Código Civil), ainda que não se trate propriamente de indenizações decorrentes de inexecuções de obrigações, uma vez que o conceito de ‘dano’ ou ‘perda’ é único, independentemente do fundamento de indenização. Em outros – como é o mais comum atualmente, ao menos em contratos relativamente mais sofisticados –, tem-se um termo definido no próprio instrumento, com o objetivo de reduzir as incertezas quanto à delimitação do conceito” (ROBERT, Bruno; BARROS, Lucas C. Gorgulho M. Cláusula de indenidade em contratos de M&A: a inclusão de lucros cessantes como perdas indenizáveis. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von; PEREIRA, Rafael Setoguti J. *Fusões e Aquisições (M&A)*. São Paulo: Quartier Latin, 2022. p. 98-99).

81 GORESCU, Carla Pavesi. *Delimitação da indenização em operações de fusões e aquisições no Brasil*. Op. cit. p. 28-29. No mesmo sentido: “As hipóteses de indenizar costumam compreender, ao menos: (i) o descumprimento de obrigações da parte indenizadora (e, por vezes, por suas partes relacionadas); (ii) a violação de declarações e garantias prestadas pela parte indenizadora; e (iii) materialização de contingências que a parte indenizadora se responsabilizou (em geral, contingências anteriores ao fechamento e, por vezes, contingências da parte indenizadora não relacionadas à operação) (também conhecidas como ‘indenizações específicas’ ou ‘specific indemnities’)” (ROBERT, Bruno; BARROS, Lucas C. Gorgulho M. *Cláusula de indenidade em contratos de M&A: a inclusão de lucros cessantes como perdas indenizáveis*. Op. cit. p. 98).

82 Vide FERRO, Marcelo Roberto; SOUZA, Antonio Pedro Garcia de. O desenho contratual nas fusões e aquisições e as disputas após o fechamento: limitações à luz do direito brasileiro. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von; PEREIRA, Rafael Setoguti J. *Fusões e Aquisições (M&A)*. São Paulo: Quartier Latin, 2022. p. 597-598. No mesmo sentido: “De maneira resumida, é comum que os contratos prevejam: (i) um limite total e máximo ao valor da indenização devida ao comprador pelo vendedor, referido com frequência como ‘limite máximo’ ou ‘teto’ (cap); (ii) um valor mínimo para que cada demanda por indenização seja, de modo individual, considerada indenizável pelo vendedor ao comprador, o valor ‘individual mínimo’ (*de minimis*); e (iii) um valor mínimo a partir do qual a indenização será considerada devida pelo vendedor, também chamado de

Por fim, quanto ao conhecimento, as partes podem convencionar que determinados passivos, contingências ou insuficiências de ativo serão ou não indenizáveis na medida do conhecimento do comprador sobre a sua existência⁸³.

Trata-se, nesse caso, de passivos que se tornam conhecidos após a formação do preço, ou que, embora já fossem conhecidos antes, não haviam se materializado e não foram devidamente precificados⁸⁴.

Nesse aspecto, as partes podem até mesmo estabelecer limitações ao dever de indenizar que se aproximam do cenário da ausência de indenização, como no caso das aquisições realizadas na modalidade “no estado em que se encontra” (“*as is basis*” ou, como muitas vezes designado, venda de “porteira fechada”), em que o vendedor não fornece declarações e assume poucas obrigações de indenizar perante o comprador⁸⁵.

Percebe-se, pelo breve apanhado acima, que a cláusula de indenização não é propriamente uma cláusula de alocação de riscos, como muitas vezes ela é classificada⁸⁶, mas sim uma cláusula com

‘piso’ (*basket*), que pode ou não funcionar como uma franquia, sendo indenizável apenas o que exceder o valor do piso (*non tipping basket*) ou, uma vez atingido o piso, o valor total incorrido incluindo o próprio valor do piso (*tipping basket*)” (GORESCU, Carla Pavesi. *Delimitação da indenização em operações de fusões e aquisições no Brasil*. Op. cit. p. 35).

83 CARVALHO, Rafael Villac Vicente de. *Da cláusula limitadora de indenização em contratos de M&A*. Op. cit. p. 833.

84 “Adicionalmente, a experiência também indica que boa parte dessas demandas sobre representações e garantia envolve a alegação de que as declarações delas constantes não eram verdadeiras, no todo ou em parte, quando da celebração do negócio, ou que se tornaram não verdadeiras posteriormente. [...] Evidentemente, se o adquirente conhecia a falsidade da declaração no momento em que celebrou o negócio jurídico, não se pode mais falar em erro ou dolo, nem tampouco em vício oculto, ou mesmo em indenização” (TRINDADE, Marcelo. *Sandbagging e as falsas declarações em alienações empresariais*. In: MONTEIRO DE CASTRO, Rodrigo Rocha; AZEVEDO, Luis Andre; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Direito societário, mercado de capitais, arbitragem e outros temas: homenagem a Nelson Eizirik*. São Paulo: Quartier Latin: 2021. p. 93).

85 Vide: THOMPSON REUTERS. *Representations and Warranties in Private M&A*. Disponível em: <https://ca.practicallaw.thomsonreuters.com/0-617-4616>. Acesso em 08.05.23.

86 Vide, por exemplo: “Na prática transacional, há duas principais maneiras pelas quais se regula a alocação de riscos e responsabilidades em relação ao valuation (e suas

duplo efeito sobre as prestações principais das partes: (i) delimitar, do ponto de vista patrimonial, a empresa (complexo organizado de bens e passivos utilizados na atividade empresarial) adquirida pelo comprador; e (ii) ajustar o preço de aquisição ao valor da empresa alienada.

Ao delimitar o objeto, excluindo de seu alcance os aspectos do bem que o comprador não adquiriu (passivos e contingências de responsabilidade do vendedor) ou que adquiriu, mas não recebeu (insuficiência dos ativos), a cláusula de indenização passa a integrar o sinalagma do contrato de compra e venda de participação societária de controle, modulando a prestação do comprador (o preço de aquisição) ao objeto da prestação do vendedor (a participação societária alienada).

Como consequência dessa dinâmica, qualquer que seja a conformação da cláusula de indenização, no momento da celebração e execução do contrato de compra e venda de participação societária, o comprador e o vendedor não têm conhecimento exato sobre suas respectivas prestações principais.

3. A ÁLEA DO CONTRATO DE COMPRA E VENDA DE PARTICIPAÇÃO SOCIETÁRIA DE CONTROLE

Embora haja muita discussão a respeito das características que qualificam um contrato como comutativo ou aleatório, é possível afirmar, com base em profundo estudo sobre o tema realizado por Paula Greco Bandeira, que um tipo se diferencia do outro por dois aspectos: (i) no contrato comutativo, a prestação de cada parte é conhecida

premissas) e às contingências, sendo uma, o ajuste de preço de aquisição inicialmente pactuado, e outra, as obrigações de indenizar” (FERREIRA, Ivo Bari; VILELA, Renato. Breves comentários sobre a cláusula de limitação de responsabilidade em contratos de compra e venda de participações societárias no Brasil. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von; PEREIRA, Rafael Setoguti J. *Fusões e Aquisições (M&A)*. São Paulo: Quartier Latin, 2022. p. 362). No mesmo sentido: BRANDÃO, Caio; HANSZMANN, Felipe; MAFRA, Ricardo. Contingências ocultas em contratos de M&A: vícios redibitórios, evicção e declarações e garantias. In: BARBOSA, Henrique; SILVA, Jorge Cesa Ferreira da. *A evolução do direito empresarial e obrigacional: 18 anos do Código Civil*. São Paulo: Quartier Latin, 2021. v. 2. p. 165.

quanto à sua existência e extensão, ao passo que no contrato aleatório há incerteza com relação à existência ou extensão das prestações; e (ii) no contrato comutativo, há equivalência entre as prestações, que guardam equilíbrio entre si, diferentemente do contrato aleatório, no qual as partes estão sujeitas à probabilidade de ganho ou perda em função da verificação de evento incerto⁸⁷.

No contrato aleatório, as partes não conhecem, no momento da contratação, o resultado econômico final decorrente da relação contratual, que poderá representar perda para uma parte e ganho para outra⁸⁸. O desequilíbrio e o risco, nesse caso, são inerentes ao negócio.

Esse elemento de incerteza, designado de álea, passa a integrar a causa do contrato⁸⁹, tornando o desequilíbrio das prestações um aspecto natural da relação entre as partes.

Não se pode dizer, contudo, que a mera existência de incerteza para as partes qualifica o negócio como aleatório, pois a incerteza também pode existir em contratos comutativos, especialmente os de longo prazo⁹⁰. A incapacidade das partes de prever todas as

87 BANDEIRA, Paula Greco. *Contratos aleatórios no direito brasileiro*. Rio de Janeiro: Renovar, 2010. p. 82.

88 “A despeito da diversificada função desempenhada pela álea no caso concreto, em todas as suas hipóteses de incidência, a álea torna ab initio incerta a posição dos contratantes quanto à sua previsão de lucro e de dano e é o desfecho da álea que determina a incidência subjetiva da vantagem ou do dano” (BANDEIRA, Paula Greco. *Contratos aleatórios no direito brasileiro*. Op. cit. p. 31-32).

89 “Sem embargo do debate doutrinário acerca da distinção entre álea e risco, pode-se afirmar que, no direito brasileiro, a álea consiste em elemento essencial aos contratos aleatórios e, por isso mesmo, consubstancia-se em traço distintivo de sua causa, determinando a disciplina jurídica que lhes é aplicável. Assim sendo, a álea deve ser compreendida pela incerteza de ambos os contratantes, existente no momento da celebração do negócio, quanto ao lucro ou prejuízo, em termos de atribuição patrimonial, que dele decorrerá, a depender da verificação do evento incerto e incontrolável, embora previsto pelas partes. Diz-se em termos de atribuição patrimonial pois o lucro ou prejuízo sobre o qual recai a incerteza dos contratantes ao firmarem o negócio se afigura jurídico, não já econômico, traduzindo-se na execução de prestação (com a transferência de ativo), em favor da contraparte, deflagrada pelo implemento do evento incerto” (BANDEIRA, Paula Greco. *Contratos aleatórios no direito brasileiro*. Rio de Janeiro: Renovar, 2010. p. 25).

90 A respeito do tema, Paula Forgioni traça a correlação entre a complexidade do contrato e a sua incompletude quanto à previsão de todas as possíveis situações que possam impactar o seu cumprimento. Vide FORGIONI, Paula. *Contratos Empresariais: teoria geral e aplicação*. 5. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2020. p. 60-62.

contingências faz com que o resultado da relação contratual esteja sujeito a algum grau de incerteza, sem que isso caracterize o negócio como aleatório.

A instabilidade e a imprevisibilidade do resultado econômico para as partes tampouco podem ser tomadas, por si só, como elementos caracterizadores do contrato aleatório, pois também estão presentes nos contratos comutativos⁹¹.

Se a incerteza e a instabilidade na execução do contrato são características presentes tanto nos contratos comutativos, como nos aleatórios, deve-se reconhecer que a sua existência, vista de forma isolada, não basta para qualificar um ou outro tipo.

Desse modo, a álea que caracteriza o contrato aleatório está atrelada à sua própria causa, enquanto, nos contratos comutativos, a incerteza e o risco estão associados à álea comum, isto é, ao grau de risco e incerteza que é próprio da relação contratual em concreto.

Nas palavras de Paula Greco Bandeira, “os contratos aleatórios correspondem àqueles que tenham a álea negocial como causa concreta, e, por isso mesmo, as prestações das partes sejam indeterminadas em seu *an* e *quantum* no momento da conclusão do ajuste”⁹².

Por consequência desse critério de diferenciação, é possível que um mesmo tipo de contrato possa se caracterizar como comutativo ou aleatório, a depender de sua causa. O contrato de compra e venda, usualmente comutativo, pode se tornar aleatório se houver, no momento da sua celebração, incerteza quanto à existência ou extensão das prestações⁹³.

91 A questão passa a ser se os fatores que trazem incerteza à execução do contrato e seu resultado poderiam ou não ser previstos pelas partes no momento da contratação. Nesse sentido, confira-se: MARTINS-COSTA, Judith; COSTA E SILVA, Paula. *Crise e perturbações no cumprimento da prestação*. São Paulo: Quartier Latin, 2020. p. 295-303.

92 BANDEIRA, Paula Greco. *Contratos aleatórios no direito brasileiro*. Op. cit. p. 42.

93 “Convém frisar que a incerteza quanto ao resultado econômico do contrato para as partes diz com a álea normal dos contratos, a qual, como se verá adiante, não se confunde com a álea, aqui definida, que qualifica o negócio aleatório. À guisa de exemplo, o contrato de compra e venda será aleatório se, ao lado dos efeitos essenciais da compra e venda consistentes na obrigação de entregar a coisa mediante

A incerteza presente na causa do contrato, que o caracteriza como aleatório, tem aspecto jurídico, pois qualifica a vontade das partes em celebrar negócio cujo resultado quanto à atribuição patrimonial entre elas é incerto. A incerteza presente nos contratos comutativos, por outro lado, não está atrelada à causa do negócio, apresentando-se apenas sob o aspecto econômico, como elemento de risco quanto ao resultado do contrato⁹⁴.

Viu-se que, nos contratos de compra e venda de participação societária de controle, há, de forma inevitável, incerteza quanto à precisa delimitação das prestações. Ou seja, a sua extensão é desconhecida.

Ao adquirir o controle sobre um complexo de bens e passivos vinculados a uma atividade empresarial, o comprador não conhece, de forma pormenorizada, todas as características do objeto adquirido. O vendedor, por sua vez, não sabe qual será a parcela do preço de aquisição que efetivamente fará jus, tendo em vista os descontos e ajustes que poderá sofrer como resultado das obrigações de indenização assumidas.

Não se pode dizer, no entanto, que essa incerteza esteja presente na causa do contrato. Ao celebrar a compra e venda de participação societária de controle, as partes não pretendem vincular a atribuição patrimonial resultante do contrato a um evento incerto⁹⁵.

Pelo contrário, elas buscam, por meio de disposições como a cláusula de indenização, pactuar a extensão do âmbito da álea normal

o pagamento de determinado preço, encontrar-se presente a incerteza originária de lucro ou de prejuízo (em sentido jurídico) para ambos os contratantes, cujo resultado final dependerá da verificação de evento incerto e não dominável pelas partes, embora por elas previsto” (Ibidem. p. 46).

94 Ibidem. p. 59.

95 “Desta feita, para que um contrato comutativo certo se torne aleatório não basta que os contratantes conheçam a existência do risco e, a despeito disso, não façam qualquer reserva; ao revés, revela-se imprescindível que as partes, consensualmente, declarem de forma expressa sua vontade de introduzir o risco na equação contratual” (Ibidem. p. 72).

do negócio, alocando entre si as consequências econômicas das incertezas às quais o contrato está sujeito⁹⁶.

Evidentemente, o contrato de compra e venda de participação societária de controle poderá se caracterizar como aleatório se a álea estiver presente na causa contratual, como seria o caso da compra de ações cuja titularidade, pelo vendedor, seja incerta ou esteja sujeita a contestações, sendo esse risco conhecido e assumido pelo comprador⁹⁷.

Fora casos extremos como esse, no entanto, o contrato de compra e venda de participação societária de controle será comutativo, sendo a incerteza quanto à extensão das prestações das partes um atributo da álea normal do contrato.

4. A RELAÇÃO ENTRE O EQUILÍBRIO CONTRATUAL E A OBRIGAÇÃO DE INDENIZAR

Por tudo o que foi exposto até aqui, pode-se afirmar que, nos contratos de compra e venda de participação societária de controle, a cláusula de indenização impacta o sinalagma do negócio ao ajustar a prestação principal das partes, delimitando dessa forma o âmbito da álea normal.

O ajuste nas prestações das partes ocorre por duas formas: (i) de um lado, ao se conectar com a cláusula de declarações e garantias, a cláusula de indenização estabelece os contornos precisos da prestação principal do vendedor, referente às características do negócio cujo

96 “Aduz-se, a propósito, que a autonomia privada poderá estender ou restringir o âmbito da álea normal do contrato, razão pela qual o intérprete deverá perquirir a álea normal do negócio no caso concreto, não já em abstrato, de acordo com o específico regulamento de interesses” (Ibidem. p. 59).

97 “Exemplo eloquente de contrato aleatório pela vontade das partes é a compra e venda da esperança, na qual a álea incide de modo essencial e conatural ao sinalagma, de sorte que a prestação do vendedor se mostra necessariamente incerta e desejada como tal pelas partes, as quais estão cientes de fazer depender a existência desta prestação exclusivamente de um evento futuro. Por outro lado, se as partes considerarem a álea como momento eventual ao contrato, a exemplo da compra e venda a risco e a perigo, não se estará diante de contrato aleatório, mas comutativo” (Ibidem. p. 73).

controle é transferido por meio da compra e venda; e (ii) de outro lado, ao estabelecer o direito do comprador de, em maior ou menor medida, receber de volta parcelas do preço de aquisição como indenização por desfalques patrimoniais do negócio, a cláusula de indenização também confere contornos mais precisos à prestação principal do comprador.

A consequência concreta dessa constatação é que o ajuste promovido pela cláusula de indenização na prestação das partes deve ser levado em consideração em qualquer discussão a respeito do equilíbrio do contrato.

O equilíbrio contratual, ao lado da boa-fé objetiva e da função social do contrato, foi eleito pelo Código Civil como princípio contratual⁹⁸, cujo efeito é relativizar a obrigatoriedade dos pactos, atraindo institutos como a lesão e a revisão por onerosidade excessiva⁹⁹.

Há grande discussão na doutrina sobre o significado de equilíbrio contratual, muitas vezes associado ao equilíbrio das prestações das partes. Em relevante obra sobre o tema, Anderson Schreiber defende uma conceituação abstrata de equilíbrio contratual, como instrumento de controle de proporcionalidade de caráter interno e objetivo do contrato, na perspectiva dos seus efeitos econômicos sobre as partes¹⁰⁰. Na visão do autor, o equilíbrio contratual teria como efeito “prevenir manifestas desproporções ou desequilíbrios macroscópicos”¹⁰¹.

Ainda que se admita a possibilidade de flexibilizar a obrigatoriedade dos pactos a partir da ideia de equilíbrio contratual,

98 “Com a edição do Código Civil de 2002, ganhou força na doutrina brasileira a alusão a ‘novos princípios empresariais’, que seriam essencialmente três: (i) a boa-fé objetiva, (ii) a função social dos contratos e (iii) o equilíbrio contratual. Tais princípios, embora atrelados aos valores solidaristas consagrados na Constituição, em oposição ao pensamento liberal-voluntarista que caracterizava a tradição do Direito Civil brasileiro, teriam, para muitos autores, não o papel de se opor, mas tão somente de tempera a intensidade de aplicação dos princípios tradicionais do Direito dos Contratos, quais sejam, (i) a liberdade de contratar, (ii) a força obrigatória dos contratos (*pacta sunt servanda*) e (iii) a relatividade dos contratos” (SCHREIBER, Anderson. *Equilíbrio contratual e dever de renegociar*. 2. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2020. p. 29-30).

99 BANDEIRA, Paula Greco. *Contratos aleatórios no direito brasileiro*. Op. cit. p. 127.

100 SCHREIBER, Anderson. *Equilíbrio contratual e dever de renegociar*. Op. cit. p. 68-73.

101 *Ibidem*. p. 73.

tal flexibilização deve ser ponderada pelos chamados princípios da intervenção mínima e excepcionalidade da revisão contratual (artigo 421, parágrafo único, do Código Civil), assim como pela presunção de paridade entre as partes (artigo 421-A)¹⁰².

Embora seja possível formular críticas à introdução desses novos princípios no Código Civil¹⁰³, não se pode simplesmente ignorá-los.

Sem entrar no mérito de como esses princípios e regras devem ser harmonizados – o que excederia o escopo do presente trabalho – é razoável supor que eles significam, no âmbito dos contratos empresariais, que os meios de reequilíbrio pactuados entre as partes devem ser utilizados de forma prioritária¹⁰⁴, aplicando-se os institutos legais apenas na medida em que as soluções contratuais forem insuficientes para resolver determinado desequilíbrio¹⁰⁵.

Utilizar o contrato e a manifestação de vontade das partes como pontos de partida da interpretação e busca do equilíbrio contratual do

102 Nesse contexto, o presente trabalho não se alinha à ideia de que o magistrado pode buscar o equilíbrio contratual ainda que isso contrarie o disposto pelas partes em contrato. Embora Paula Greco Bandeira defenda essa ideia (BANDEIRA, Paula Greco. *Contratos aleatórios no direito brasileiro*. Op. cit. p. 125-126), acredita-se que ela deva ser ponderada à luz da nova redação dos artigos 421 e 421-A do Código Civil.

103 A respeito das críticas a esses novos “princípios”, vide: SCHREIBER, Anderson. *Equilíbrio contratual e dever de renegociar*. Op. cit. p. 86-89.

104 Sobre a necessidade de levar em consideração a vontade das partes, confira-se a esclarecedora opinião de Rodrigo da Guia Silva: “Essa complexidade do programa contratual se manifesta pela circunstância de a sua composição levar em consideração, para além do caráter comutativo ou aleatório da relação estabelecida entre polos prestacionais contrapostos (e não apenas entre as prestações principais a cargo de cada parte), fatores como: (i) o específico grau de onerosidade ou gratuidade da avença; e (ii) a alocação de riscos legitimamente definida pelas partes. Ambos os pontos desencadeiam repercussões relevantes em matéria de definição do regime jurídico incidente em matéria de vicissitudes contratuais supervenientes” (SILVA, Rodrigo da Guia. Um novo olhar sobre o princípio do equilíbrio contratual: o problema das vicissitudes supervenientes em perspectiva civil-constitucional. *Civiltistica.com*, Rio de Janeiro, v. 10, n. 3, p. 1-40, Dezembro de 2021. p. 23).

105 Paula Greco Bandeira, nesse sentido, reconhece a importância das regras de alocação de riscos entre as partes dispostas no contrato. “O conceito de equilíbrio contratual revela-se normalmente conexo ao de risco. Vale dizer, cada contrato opera a repartição de riscos entre as partes, de modo que o equilíbrio contratual consiste no equilíbrio econômico que caracteriza o ato concreto de autonomia privada, sendo resultado da alocação do risco contratual” (BANDEIRA, Paula Greco. *Contratos aleatórios no direito brasileiro*. Op. cit. p. 125).

contrato de compra e venda de participação societária justifica-se pela lógica peculiar do direito empresarial.

Ao contrário da abstração que é própria do direito civil – e que leva a formulações abertas e com alto grau de generalidade como aquela proposta por Anderson Schreiber para a conceituação do equilíbrio contratual –, o direito empresarial emprega lógica precipuamente indutiva¹⁰⁶, propondo soluções a partir de situações concretas.

Portanto, no direito empresarial, a formulação e aplicação de regras devem sempre partir do caso concreto que, na hipótese ora analisada, estará associado ao contrato e à manifestação de vontade das partes.

Ademais, é importante ter em mente que os institutos da lesão e a onerosidade excessiva dificilmente se aplicariam no contexto de uma compra e venda de participação societária.

A resolução ou revisão do contrato por onerosidade excessiva depende de sua qualificação como de execução continuada ou diferida, assim como da existência de um evento extraordinário e imprevisível que tenha afetado o equilíbrio contratual¹⁰⁷.

O contrato de compra e venda de participação de controle não parece possuir as características de um contrato de execução continuada ou diferida, ainda que a cláusula de indenização possa causar impactos no sinalagma por certo período após a execução do objeto principal do contrato (a troca da participação pelo respectivo preço).

106 Assim, “no direito empresarial prevalece o método indutivo, com base em raciocínio consequencialista. A boa norma empresarial é aquela que reduz ou elimina os entraves à circulação de riqueza” (ALVES, Alexandre Ferreira Assumpção; MAFRA, Ricardo. A interpretação do contrato de distribuição por concessão de venda a partir de método indutivo próprio do direito empresarial. In: Vinicius Figueiredo Chaves; Fabricio Vasconcelos de Oliveira. (Org.). *Direito Empresarial*. Belém: CONPEDI, 2019, v. 1. p. 27).

107 Conforme artigo 478 do Código Civil: “Art. 478. Nos contratos de execução continuada ou diferida, se a prestação de uma das partes se tornar excessivamente onerosa, com extrema vantagem para a outra, em virtude de acontecimentos extraordinários e imprevisíveis, poderá o devedor pedir a resolução do contrato. Os efeitos da sentença que a decretar retroagirão à data da citação”.

Haveria ainda certa dificuldade em qualificar a materialização de contingências previstas pelas partes na cláusula de indenização – ainda que os contornos dessas contingências fossem desconhecidos no momento da contratação – como acontecimentos imprevisíveis e extraordinários¹⁰⁸.

A lesão tampouco parece ser aplicável ao contrato de compra e venda de participação societária de controle, já que ela pressupõe premente necessidade ou inexperiência da pessoa que assume prestação manifestamente desproporcional¹⁰⁹. As partes de contratos desse tipo são geralmente agentes econômicos sofisticados, bem assessorados e capazes de negociar as condições que lhes sejam mais favoráveis.

Em função da difícil aplicação dos instrumentos legais de reequilíbrio contratual aos contratos de compra e venda de participação societária de controle, as partes buscarão garantir o equilíbrio de suas prestações por meio de mecanismos negociais e contratuais, dentre os quais é possível destacar: (i) a realização de auditoria (*due diligence*) no patrimônio objeto da venda; (ii) a outorga de declarações e garantias no contrato; e (iii) a inclusão no contrato de cláusula de indenização para assegurar o ajuste do preço de aquisição a variações de valor no patrimônio alienado causadas por certos fatos.

A auditoria, embora não seja obrigatória¹¹⁰, é importante meio de proteção do comprador contra desequilíbrios contratuais, pois

108 “Desta feita, há que se empreender a delimitação da álea normal no caso concreto, segundo a causa contratual, e em confronto com o fato a que se pretende qualificar como imprevisível. Os mecanismos de correção da excessiva onerosidade somente irão incidir se o fato posterior à celebração do ajuste se afigurar, na espécie, extraordinário, imprevisível e alheio à vontade das partes, causando onerosidade à prestação que extrapole a álea normal do negócio in concreto” (BANDEIRA, Paula Greco. *Contratos aleatórios no direito brasileiro*. Op. cit. p. 177).

109 Vide artigo 157, *caput*, do Código Civil.

110 “De um ponto de vista axiológico, a circunstância de estarmos no domínio do direito privado, e de a lei não impor dever algum ao comprador, sugere a colocação da auditoria como objeto de uma escolha de um sujeito. Do ponto de vista lógico, a imposição de um dever de auditoria poderá revelar-se desadequada. Pode mesmo suceder que a informação disponibilizada pelo vendedor ou o caráter reduzido do preço e dos riscos envolvidos na aquisição permitam dispensar investigação mais

reduz a assimetria informacional frente ao vendedor, permitindo a investigação sobre possíveis defeitos e vícios presentes no complexo organizado de bens e passivos utilizados pela sociedade-alvo (cujo controle é adquirido) no desempenho de suas atividades¹¹¹.

As declarações e garantias, por sua vez, correspondem, ao fim e ao cabo, à descrição da coisa vendida – ou seja, nas hipóteses ora analisadas, as ações ou quotas representativas do controle societário e o complexo de bens e passivos utilizados pela sociedade-alvo na condução da empresa¹¹².

Diferenciam-se, assim, das garantias em sentido estrito, pois as declarações e garantias contratuais têm como efeito prático conformar a reação do comprador no caso de vício da coisa que represente violação das declarações outorgadas pelo vendedor¹¹³.

profunda” (PIRES, Catarina Monteiro. *Aquisição de empresas e de participações acionistas: problemas e litígios*. Op. cit. p. 37).

111 “Seja qual for o método utilizado pelo comprador para determinar o preço de aquisição da participação societária que está sendo negociada, a identificação de passivos da sociedade-alvo é essencial para garantir a adequada precificação do bem a ser adquirido. Daí a importância do processo de auditoria. Este processo é conduzido por advogados e consultores financeiros, consistindo na revisão e análise de diversas informações e documentos a respeito da sociedade-alvo e sua empresa, dentre outros, com o objetivo de principal de verificar a viabilidade da operação e mensurar eventuais contingências capazes de impactar economicamente o ativo-alvo. Ou seja, o processo de auditoria possui o objetivo principal de reduzir a assimetria informacional entre o comprador e vendedor, levantando informações que possivelmente possam vir a impactar no preço acordado” (BRANDÃO, Caio; HANSZMANN, Felipe; MAFRA, Ricardo. *Contingências ocultas em contratos de M&A: vícios redibitórios, evicção e declarações e garantias*. Op. cit. p. 149).

112 “Em resumo, essas cláusulas consistem em declarações dadas pelos vendedores e compradores em relação ao ativo transacionado e demais aspectos, a fim de ilustrar a sua real situação, expondo os aspectos sensíveis da transação (e.g. dívidas) e delimitando as bases de uma possível indenização do vendedor ao comprador e vice-versa. Geralmente, o vendedor presta declarações e garantias sobre diversas matérias, incluindo: (i) constituição e regularidade; (ii) efeito vinculante dos contratos; (iii) estrutura do capital social; (iv) ausência de eventos extraordinários; (v) declarações financeiras e contábeis; (vi) aspectos ambientais, trabalhistas e fiscais; (vii) aspectos contenciosos; (viii) propriedade intelectual; (ix) ativos e passivos; (x) contratos, e (xi) endividamento e garantias etc. O comprador, por sua vez, em geral presta garantias sobre: (i) constituição regular; (ii) efeito vinculante do contrato; (iii) capacidade financeira; e (iv) ausência de violação à lei ou a contratos etc.” (Ibidem. p. 161).

113 “Neste âmbito, será útil começar por retomar a diferenciação, traçada pela doutrina alemã, entre ‘garantias autônomas ou independentes’ e ‘garantias não autônomas ou dependentes’. As primeiras representam um acordo contratual *per se*

A cláusula de indenização, por fim, dá eficácia às precauções tomadas pelas partes para assegurar o equilíbrio entre as prestações no âmbito do contrato de compra e venda de participação societária de controle.

Por meio dela, como já exposto, ajusta-se o preço de aquisição às características do complexo organizado de bens e passivos vendido – para baixo, no caso de materialização de passivos, ou mesmo para cima, no caso de ativos supervenientes.

Na medida em que afeta diretamente as prestações principais das partes, ajustando-as de acordo com os efeitos econômicos dos eventos materializados após a venda e garantindo a sua compatibilidade com a extensão da álea normal do contrato, a cláusula de indenização coloca-se como um dos principais meios de equilíbrio contratual nos contratos de compra e venda de participação societária de controle.

Não obstante, a possibilidade de as partes estabelecerem mecanismos de reequilíbrio no próprio contrato não afasta a aplicação de institutos previstos no Código Civil, como o erro, os vícios redibitórios e a evicção, que podem ser invocados na omissão ou lacuna do contrato¹¹⁴.

Não se ignora que o erro, os vícios redibitórios e a evicção são tratados na legislação civil como defeitos do negócio jurídico. Contudo, duas questões devem ser levadas em consideração.

e, portanto, compreendem a promessa de um certo resultado ao respectivo credor; as segundas apenas têm em vista modificar ou adaptar certos meios de reação do comprador, incluindo a exclusão de uma responsabilidade fundada em culpa” (PIRES, Catarina Monteiro. *Aquisição de empresas e de participações acionistas: problemas e litígios*. Op. cit. p. 65).

114 Parte da doutrina defende que as disposições contratuais afastariam a aplicação desses institutos na compra e venda de participação societária. Vide, nesse sentido: PIRES, Catarina Monteiro. *Aquisição de empresas e de participações acionistas: problemas e litígios*. Op. cit. p. 65. Ainda no mesmo sentido: “Diversamente do que defende a doutrina majoritária nacional, acredita-se que o posicionamento mais adequado seja no sentido da não aplicação da disciplina dos vícios redibitórios à compra e venda de participações societárias” (BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. *Compra e venda de participações societárias de controle*. Op. cit. p. 327). Contudo, discorda-se que a outorga de declarações e garantias e o estabelecimento de obrigações de indenização no contrato de compra e venda de participação societária de controle afastariam normas do Código Civil, substituindo-as por completo.

A primeira delas é que, assim como a lesão e a onerosidade excessiva¹¹⁵, os institutos do erro, vícios redibitórios e evicção lidam, em sua essência, com o desequilíbrio contratual causado por vícios ou lapsos na manifestação da vontade.

A segunda é que, no contexto ora examinado, os efeitos econômicos da aplicação dos referidos institutos são semelhantes aos da cláusula de indenização, promovendo o equilíbrio contratual por meio da adequação das prestações, geralmente na forma de um ajuste de preço (embora, em alguns casos, o defeito do negócio autorize a sua anulação).

No caso dos vícios redibitórios, o adquirente pode reclamar abatimento do preço, sem prejuízo de indenização por eventuais perdas e danos e despesas¹¹⁶. Quanto à evicção, admite-se que o evicto receba de volta o preço que pagou pela coisa evicta se desconhecia a evicção ou não assumiu o seu risco¹¹⁷. Com relação ao erro, embora a legislação confira eficácia anulatória ao erro substancial¹¹⁸ – cuja pertinência no contexto de compra e venda de participações societárias é contestável¹¹⁹ – permite-se o ajuste nas prestações por

115 Sobre a vinculação do equilíbrio contratual à existência de vícios de vontade, vide Anderson Schreiber: “Em nenhuma daquelas regras legais [relativas à lesão e onerosidade excessiva] encontra-se o rechaçamento pelo Código Civil brasileiro ao desequilíbrio contratual por si só. Há sempre requisitos vinculados a vícios ou falhas de vontade. Vale dizer: os seis dispositivos recorrentemente citados por nossa doutrina como ‘fonte’ ou ‘base’ do princípio do equilíbrio contratual não reprimem o desequilíbrio objetivamente; reprimem-no apenas enquanto resultado de um vício ou lapso na manifestação da vontade dos contratantes” (SCHREIBER, Anderson. *Equilíbrio contratual e dever de renegociar*. Op. cit. p. 44). Cumpre destacar, contudo, que o autor critica essa vinculação: “Assim, como se verá detalhadamente mais adiante, ao tratar do desequilíbrio originário ou superveniente, a ordem jurídica deveria, no mínimo, fazer presumir o vício ou falha de vontade a partir do objetivo desequilíbrio do contrato, sem atribuir ao contratante prejudicado qualquer ônus da prova adicional” (Ibidem. p. 79).

116 Vide artigos 442 e 443 do Código Civil.

117 Vide artigos 449 e 450 do Código Civil.

118 Artigo 138 do Código Civil.

119 “A anulação (ou resolução) do contrato tem, no domínio da venda da empresa através da alienação de participação acionista de controlo, escassa importância prática. Além de o credor conservar, muitas vezes, interesse no negócio, a possibilidade de restituição e a devolução do que tiver sido prestado suscitam, no caso da empresa, ponderosas dificuldades. Assim sendo, terão maior interesse os outros dois meios já

meio da retificação da vontade manifestada erroneamente¹²⁰. Fora isso, como ato ilícito, o erro pode ter eficácia indenizatória.

Em síntese, no caso de surgimento de passivos ou ativos supervenientes no âmbito do patrimônio empresarial transferido por meio da venda da participação societária do controle, será necessário buscar, em primeiro lugar, a solução para a correta alocação dos efeitos econômicos dessa variação patrimonial no próprio contrato de compra e venda¹²¹, empregando para isso os métodos próprios de interpretação previstos no Código Civil (artigos 112 e 113) caso o acordo não seja claro¹²².

Nessa tarefa de interpretar e aplicar os mecanismos de ajuste do contrato, especialmente a cláusula de indenização, o intérprete deverá levar em consideração a extensão da álea normal do contrato definida pelas partes no caso concreto.

Ou seja, a interpretação do contrato de compra e venda de participação societária de controle não pode se pautar em noções abstratas de equilíbrio contratual, mas sim na determinação, a partir da extensão da álea normal do contrato, do equilíbrio contratual que

referidos: redução do preço ou indenização” (PIRES, Catarina Monteiro. *Aquisição de empresas e de participações acionistas: problemas e litígios*. Op. cit. p. 129-130).

120 Artigos 142 a 144 do Código Civil.

121 “De todo modo, a repartição de riscos não escapa, por certo, ao controle (originário) de legitimidade à luz dos parâmetros gerais do sistema incidentes por ocasião da aferição do merecimento de tutela do concreto exercício da autonomia privada. Uma vez constatada a sua legitimidade, a alocação (positiva ou negativa) de riscos pelas partes passa a integrar o conteúdo do complexo programa contratual de interesses a ser promovido, tanto quanto possível, pelo princípio do equilíbrio contratual. Desse modo, eventual materialização dos riscos assumidos por qualquer das partes não justifica a atuação interventiva do julgador, por se estar diante de circunstância superveniente efetivamente conforme ao equilíbrio entabulado pelos figurantes por ocasião da formação do vínculo contratual” (SILVA, Rodrigo da Guia. *Um novo olhar sobre o princípio do equilíbrio contratual: o problema das vicissitudes supervenientes em perspectiva civil-constitucional*. Op. cit. p. 27-28).

122 Sobre a aplicação dos critérios dos artigos 112 e 113 do Código Civil na interpretação de contratos, vide: KONDER, Carlos Nelson; GLATT, Michel. Critérios de interpretação das cláusulas compromissórias: usos e costumes, boa-fé e circunstâncias. In: BARBOZA, Heloísa Helena. *20 anos de Código Civil: perspectivas presentes e futuras*. Rio de Janeiro: Processo, 2022. p. 182-195.

as partes concretamente buscaram estabelecer no âmbito de seu negócio. Nessa análise, a cláusula de indenização terá papel central.

Por exemplo, se o vendedor não outorgou numerosas declarações e garantias e não assumiu uma obrigação de indenizar ampla perante o comprador, que por sua vez pagou pela participação um preço descontado, será possível depreender que as partes desejaram que o comprador arcasse com as variações patrimoniais ocorridas no complexo de bens e passivos da sociedade-alvo.

Se, por outro lado, o vendedor concedeu diversas declarações e garantias no contrato e assumiu uma obrigação de indenizar ampla, recebendo, em contrapartida, elevado preço de aquisição, será possível inferir que as partes desejaram que o vendedor arcasse com o risco de variações patrimoniais supervenientes no negócio da sociedade-alvo (causados por fatos anteriores à venda).

Se o contrato de compra e venda for omissivo ou lacunoso acerca do tratamento de determinado passivo ou ativo superveniente, será possível recorrer aos institutos do erro, vícios redibitórios ou evicção para garantir o equilíbrio contratual.

No entanto, mesmo nesses casos, será necessário investigar a álea normal do contrato a partir das declarações de vontade das partes, pois o equilíbrio contratual deve ser analisado *in concreto* e dependerá do ajuste da prestação principal de cada parte, cuja delimitação deverá ser definida a partir da extensão da álea normal do contrato.

Acredita-se que esse critério – que tem como ponto de partida a manifestação das partes quanto à extensão da álea normal do contrato e à distribuição desejada dos seus resultados econômicos – seja o mais adequado para compatibilizar a exigência de equilíbrio contratual com a necessidade de priorizar a intenção das partes

CONCLUSÃO

O presente artigo teve como objetivo investigar a relação entre a cláusula de indenização e o equilíbrio dos contratos de compra e venda de participação societária de controle. Demonstrou-se que, nesses

contratos, o vendedor transfere ao comprador não apenas as ações ou quotas que representam a participação societária, mas também o direito de dirigir, por meio do controle societário, uma determinada empresa.

Como resultado da análise realizada, confirmou-se a hipótese de que a cláusula de indenização, ao impactar diretamente o sinalagma do contrato de compra e venda de participação societária de controle, deve ser encarada como principal parâmetro do equilíbrio contratual no contexto da transferência do controle societário.

Desse modo, viu-se que, nos contratos de compra e venda de participação societária de controle, o vendedor transfere o controle sobre um complexo de bens e passivos, cuja extensão precisa é desconhecida pelas partes no momento da contratação e depende da materialização de determinados fatos posteriores à venda.

Em função da imprevisibilidade da exata extensão da prestação principal do vendedor, o preço de aquisição pago pelo comprador pode ser ajustado como resultado das variações patrimoniais do negócio alienado, sendo a cláusula de indenização o principal meio de efetivação desse ajuste. Sem prejuízo, institutos previstos no Código Civil, como o erro, os vícios redibitórios e a evicção também podem ser aplicáveis, especialmente na omissão do contrato.

Definiu-se que o contrato ora estudado é comutativo, sendo a incerteza na prestação principal das partes um atributo da sua álea normal, cuja extensão pode ser delimitada pelas partes por meio da cláusula de indenização e outros mecanismos de ajuste de preço.

Em função das características da cláusula de indenização e de sua função de delimitar a extensão da álea normal do contrato de compra e venda de participação societária de controle, concluiu-se que qualquer discussão sobre o equilíbrio contratual deve ser realizada a partir de sua análise em concreto.

REFERÊNCIAS

ALVES, Alexandre Ferreira Assumpção; MAFRA, Ricardo. A interpretação do contrato de distribuição por concessão de venda a partir de método indutivo próprio do direito empresarial. In: Vinicius Figueiredo Chaves; Fabricio Vasconcelos de Oliveira. (Org.). *Direito Empresarial*. Belém: CONPEDI, 2019, v. 1.

BANDEIRA, Paula Greco. *Contratos aleatórios no direito brasileiro*. Rio de Janeiro: Renovar, 2010.

BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. *The modern corporation & private property*. New Brunswick: Transaction Publishers, 1991.

BOTREL, Sergio. *Fusões e Aquisições*. São Paulo: Saraiva, 2012.

BRANDÃO, Caio; HANSZMANN, Felipe; MAFRA, Ricardo. Contingências ocultas em contratos de M&A: vícios redibitórios, evicção e declarações e garantias. In: BARBOSA, Henrique; SILVA, Jorge Cesa Ferreira da. *A evolução do direito empresarial e obrigacional: 18 anos do Código Civil*. São Paulo: Quartier Latin, 2021. v. 2.

BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. *Compra e venda de participações societárias de controle*. Tese (Doutorado em Direito) – Faculdade de Direito. Universidade de São Paulo. 2017.

CARVALHO, Rafael Villac Vicente de. Da cláusula limitadora de indenização em contratos de M&A. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von; PEREIRA, Rafael Setoguti J. *Fusões e Aquisições (M&A)*. São Paulo: Quartier Latin, 2022.

CEDDAHA, Franck. *Fusions Acquisitions*. 6. ed. Paris: Economica, 2021.

COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. 6. ed. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2014.

DIAS, José de Aguiar. *Cláusula de não-Indenizar: chamada clausula de irresponsabilidade*. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1980.

EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. São Paulo: Quartier Latin, 2011. v. 3.

FERREIRA, Ivo Bari; VILELA, Renato. Breves comentários sobre a cláusula de limitação de responsabilidade em contratos de compra e venda de participações societárias no Brasil. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von; PEREIRA, Rafael Setoguti J. *Fusões e Aquisições (M&A)*. São Paulo: Quartier Latin, 2022.

FERRO, Marcelo Roberto; SOUZA, Antonio Pedro Garcia de. O desenho contratual nas fusões e aquisições e as disputas após o fechamento: limitações à luz do direito brasileiro. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von; PEREIRA, Rafael Setoguti J. *Fusões e Aquisições (M&A)*. São Paulo: Quartier Latin, 2022.

FORGIONI, Paula. *Contratos Empresariais: teoria geral e aplicação*. 5. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2020.

GORESCU, Carla Pavesi. *Delimitação da indenização em operações de fusões e aquisições no Brasil*. São Paulo: Almedina, 2020.

GREZZANA, Giacomo. *A cláusula de declarações e garantias em alienação de participação societária*. São Paulo: Quartier Latin, 2019.

KONDER, Carlos Nelson; GLATT, Michel. Critérios de interpretação das cláusulas compromissórias: usos e costumes, boa-fé e circunstâncias. In: BARBOZA, Heloísa Helena. *20 anos de Código Civil: perspectivas presentes e futuras*. Rio de Janeiro: Processo, 2022.

LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. Estrutura da companhia. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009.

LOBO, Carlos Augusto da Silveira. O conceito de empresa e o direito. In: CANTIDIANO, Maria Lucia; MUNIZ, Igor; CANTIDIANO, Isabel. *Sociedades anônimas, mercado de capitais e outros estudos: homenagem a Luiz Leonardo Cantidiano*. São Paulo: Quartier Latin, 2019, v. 1.

MARTINS-COSTA, Judith; COSTA E SILVA, Paula. *Crise e perturbações no cumprimento da prestação*. São Paulo: Quartier Latin, 2020.

PIRES, Catarina Monteiro. *Aquisição de empresas e de participações acionistas: problemas e litígios*. Coimbra: Almedina, 2018.

REQUIÃO, Rubens. *Aspectos modernos de direito comercial: estudos e pareceres*. São Paulo: Saraiva, 1977.

ROBERT, Bruno; BARROS, Lucas C. Gorgulho M. Cláusula de indenidade em contratos de M&A: a inclusão de lucros cessantes como perdas indenizáveis. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von; PEREIRA, Rafael Setoguti J. *Fusões e Aquisições (M&A)*. São Paulo: Quartier Latin, 2022.

SCHREIBER, Anderson. *Equilíbrio contratual e dever de renegociar*. 2. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2020.

SILVA, Rodrigo da Guia. Um novo olhar sobre o princípio do equilíbrio contratual: o problema das vicissitudes supervenientes em perspectiva civil-constitucional. *Civilistica.com*, Rio de Janeiro, v. 10, n. 3, p. 1-40, Dezembro 2021.

TEIXEIRA, Egberto Lacerda. *Das Sociedades por Quotas de Responsabilidade Limitada (atualizado de acordo com o Novo Código Civil)*. 2. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2006.

TEPEDINO, Gustavo; KONDER, Carlos Nelson; BANDEIRA, Paula Greco. *Fundamentos do direito civil: contratos*. Rio de Janeiro: Forense, 2020.

THOMPSON REUTERS. Representations and Warranties in Private M&A. Disponível em: <https://ca.practicallaw.thomsonreuters.com/0-617-4616>. Acesso em 08.05.23.

TRINDADE, Marcelo. Sandbagging e as falsas declarações em alienações empresariais. In: MONTEIRO DE CASTRO, Rodrigo Rocha; AZEVEDO, Luis Andre; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Direito societário, mercado de capitais, arbitragem e outros temas: homenagem a Nelson Eizirik*. São Paulo: Quartier Latin: 2021.

DAS SPACS À BRASILEIRA ÀS SPACS BRASILEIRAS: UMA ANÁLISE DA POSSÍVEL GOVERNANÇA CORPORATIVA PÓS-AQUISIÇÃO

João Paulo Braune Guerra (USP, São Paulo)

RESUMO

As Sociedades com Propósito Específico de Aquisição (SPACs) vêm figurando como verdadeiro fenômeno no mercado de capitais, sobretudo estadunidense – mas não estão desacompanhadas de críticas. Este trabalho pretende conceituar a ferramenta das SPACs e apresentar as análises críticas do modelo. Em seguida, contextualizá-lo em nosso ordenamento pátrio. A hipótese deste trabalho é a de que a adoção pelo Brasil de um modelo de SPACs, como o modelo estadunidense, implicará em uma alteração nas disposições de governança corporativa adotadas em processos de fusões e aquisições, sobretudo em relação às políticas de transparência das empresas. Para tanto, foram analisadas as manifestações à Audiência Pública SDM 02/21 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) bem como a Resolução CVM 160 de 13 de julho de 2022. Procura-se definir a viabilidade e os impactos do modelo de SPACs no Brasil.

PALAVRAS-CHAVE: SPACs; combinação de negócios; M&A; governança corporativa; *Special Purpose Acquisition Companies*; CVM; B3

ABSTRACT

Special Purpose Acquisition Companies (SPACs) have been a true phenomenon in the capital markets, especially in the United States of America – but they are not immune to criticism. This paper intends to conceptualize the SPACs and present critical analyses of the model. Next, it will contextualize it in Brazil's legal system. The hypothesis of this paper is that the adoption by Brazil of a model of SPACs might imply a change in the provisions of corporate governance adopted in mergers and acquisitions processes, especially in relation to the

transparency. To this end, Securities and Exchange Commission (CVM) Public Hearing SDM 02/21 as well as CVM Resolution 160 of 2022 were analyzed. An attempt is made to define the viability and impacts of the SPACs in Brazil.

KEYWORDS: SPACs; business combination; M&A; corporate governance; Special Purpose Acquisition Companies; CVM; B3.

1. INTRODUÇÃO

As Sociedades com Propósito Específico de Aquisição (tradução livre do termo em inglês *Special Purpose Acquisition Companies*, “SPAC”) têm atraído bastante atenção nos últimos anos. Definidas como companhias abertas sem operação própria e com o objetivo único de adquirir uma ou mais sociedades operacionais, as SPACs representaram mais da metade do total de ofertas públicas iniciais (do inglês *Initial Public Offering*, “IPO”) nos Estados Unidos em 2020 e 2021 (até novembro), contabilizando, aproximadamente, 22% e 34%¹²³ das fusões e aquisições realizadas nos respectivos períodos. Esta forma de ativo foi muito pouco desenvolvida no Brasil, em razão das particularidades da regulação pátria, mas já reuniu entusiastas. A hipótese deste trabalho é a de que a adoção pelo Brasil de um modelo de SPACs, como o modelo estadunidense, implicará em uma alteração nas disposições de governança corporativa adotadas em processos de fusões e aquisições, sobretudo em relação às políticas de transparência das empresas.

Como forma de se testar a hipótese acima apresentada, empreender-se-á inicialmente em uma revisão da literatura estadunidense sobre o tema das SPACs. Delineado o instituto externamente, será realizada uma adequação de sua definição frente às particularidades brasileiras. Para tanto, serão analisadas, empiricamente, as manifestações à Audiência Pública SDM 02/21

123 SPAC INSIDER, disponível em: <<<https://spacinsider.com/>>>; e SECURITIES DATA COMPANY (SDC) PLATINUM; IPO SCOOP, disponível em: <<<https://www.ipocoop.com/> [<https://perma.cc/897Q-8ZLG>]>>.

da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) (“Audiência Pública SDM 02/21”) bem como a Resolução CVM 160 de 13 de julho de 2022 (“Resolução CVM 160/2022”), que tratam, dentre outros temas, da possibilidade de se desenvolver um modelo de SPACs no mercado brasileiro.

Em seguida, será analisada a governança corporativa das SPACs e das empresas por ela adquiridas, conforme a doutrina estadunidense. Nesta etapa, de acordo com a hipótese, acredita-se que algumas particularidades da prática brasileira serão determinantes na formação deste novo modelo.

A relevância do trabalho está na contextualização para a realidade brasileira de um modelo de financiamento e de fusões e aquisições que se tornou muito utilizado globalmente, sobretudo nos Estados Unidos, e que está atraindo diversos adeptos desde já no Brasil. Empresários brasileiros têm desenvolvido as *SPACs à brasileira*, que implica o IPO em bolsas de valores fora do Brasil para aquisição de companhias brasileiras. O modelo, que não é validado nem mesmo nos Estados Unidos, uma vez que parte da doutrina tende a apresentar suas ineficiências econômicas, não deve se instalar no país de forma acrítica.

2. A DOUTRINA ESTADUNIDENSE E UMA ANÁLISE DO MODELO DE SPACS

Alguns personagens são relevantes para a compreensão do conceito de SPAC. O primeiro é justamente a sociedade que será criada sem operação e que captará recursos por meio de um IPO, com a respectiva listagem em bolsa de valores – esses recursos deverão ser reservados em uma conta bancária separada (como *escrow* ou *trust accounts*). Essa sociedade criada terá até dois anos (de 18 a 24 meses) para procurar por uma outra sociedade com potencial de crescimento e que pretenda se tornar uma companhia aberta, que será, então, adquirida pela primeira sociedade criada. A motivação da criação da primeira sociedade foi apenas a de adquirir a segunda sociedade

para torná-la uma companhia aberta; e, por isso, ela é chamada de sociedade com propósito específico de aquisição (*Special Purpose Acquisition Companies*), uma SPAC. A segunda sociedade pode ser chamada de sociedade-alvo.

O responsável pela operação é o Patrocinador (ou *Sponsor*), que é a pessoa física ou jurídica que constitui a SPAC e nela injeta os recursos iniciais para sua manutenção até o momento de sua listagem em bolsa. O Patrocinador será o fundador e financiador da SPAC, mas também o líder do projeto, sendo responsável por encontrar uma sociedade-alvo no prazo estabelecido e realizar a aquisição, ou conforme denominado pela CVM, a combinação de negócios entre a SPAC e a sociedade-alvo.

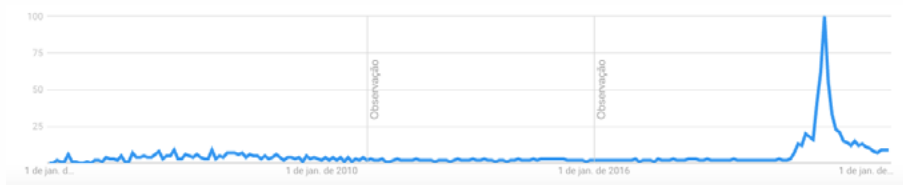
Será também o Patrocinador o responsável por relacionar a SPAC com os outros personagens que a tangenciam: ele deverá contratar uma instituição intermediária para coordenar a emissão de ações para investidores por meio de um IPO. Esses investidores tornar-se-ão investidores da SPAC e, mais tarde, no contexto da combinação de negócios com a sociedade-alvo, se houver, podem decidir se se tornam investidores da sociedade-alvo ou se vendem suas ações deixando a sociedade. No caso de não haver combinação de negócios com a sociedade-alvo, a SPAC é dissolvida, os investidores recebem seus recursos de volta, com juros, e o Patrocinador não recebe compensação, que será melhor detalhada mais adiante neste trabalho.

Encontrada a sociedade-alvo, por sua vez, tem início o processo denominado como “*De-SPAC*”, no qual (i) será aprovada a combinação de negócios entre a SPAC e a sociedade-alvo, sendo a sociedade-alvo transformada em uma companhia aberta; (ii) será realizado o reembolso destinado aos acionistas que não tenham interesse em continuar na SPAC; (iii) poderá haver captação de recursos adicionais (no caso estadunidense esta captação se dá, principalmente, por emissão de novas ações: *private investment in public equity*, “*PIPEs*”) e (iv) o Patrocinador receberá sua remuneração.

Esse é, em traços bem gerais, o modo de funcionamento atual das SPACs nos Estados Unidos, onde o instituto tornou-se um verdadeiro fenômeno no mercado. São chamadas por alguns estudiosos de SPACs

de terceira geração¹²⁴, pois não é um assunto novo – possíveis desde a década de 90 por meio das *blank check companies*, as SPACs tomaram o atual formato em 2009, mas em 2019 que se viu uma alta relevante em sua utilização: foram realizados 59 IPOs de SPACs nos Estados Unidos, movimentando um volume líquido de aproximadamente US\$ 13,6 milhões¹²⁵. Em 2020 esse número saltou para 248 IPOs e atingiu a notável marca de 613 IPOs em 2021, movimentando um total de US\$ 162,5 milhões.

A alta na utilização foi acompanhada de certa espetacularização e mídia. Em pouco tempo, as SPACs se tornaram almeçadas no mercado estadunidense e vistas como uma solução rápida e menos custosa em comparação com um IPO. Apenas para fins referenciais, vê-se em pesquisa na ferramenta *Google Trends*, a busca pela palavra “SPACs” de 2004 até julho de 2022, em que se pode notar um aumento considerável nas pesquisas a partir de março de 2020 culminando em fevereiro de 2021, conforme gráfico abaixo:



Fonte: Google Trends

No Brasil não foi diferente; apesar de não termos um modelo pátrio de SPACs, a ideia reuniu entusiastas que defenderam a sua aplicação por meio de diversas iniciativas, que serão posteriormente comentadas.

O fascínio com o modelo supostamente simplificado das SPACs levou a uma série de incompreensões e mitos sobre

124 RODRIGUES, Usha, STEGEMOLLER, Mike. *Exit, Voice, and Reputation: The Evolution of SPACs*, 37 DEL. J. CORP. L. 849. 2013. Disponível em: << https://www.academia.edu/55454946/Exit_Voice_and_Reputation_The_Evolution_of_SPACs>>. Acesso: 12/07/2022.

125 Disponível em: << <https://www.nasdaq.com/articles/2020-has-been-the-year-of-spac-ipos%3A-here-are-the-prominent-4-2020-12-28>>>. Acesso: 13/07/2022.

seu funcionamento, que vêm sendo abordados pela literatura estadunidense. Há incompreensões legais e financeiras, sobre a definição e o funcionamento das SPACs. No âmbito legal, o Professor John C. Coates analisa o que ele chama de ‘mitos legais’ sobre a legislação estadunidense em relação às SPACs¹²⁶.

Segundo o autor, muitos advogam pelo regime das SPACs alegando vantagens regulatórias que, quando analisadas em seus pormenores, não se mostram verídicas ou vantajosas. O autor chama de mitos, pois alega que há subsídios para se desmentir as afirmações que são feitas, mas estas continuam sendo transmitidas. Dentre alguns dos mitos legais apontados estão os de que: (i) a legislação de valores mobiliários proíbe o uso de projeções em IPOs convencionais; (ii) a responsabilidade relacionada às projeções é menor e melhor definida com as SPACs; (iii) o processo de registro da comissão de valores mobiliários estadunidense (*Securities and Exchange Commission*, “SEC”) torna os IPOs mais lentos do que as SPACs; (iv) a SEC mudou as regras contábeis das SPAC no início de 2021; e (v) essa “mudança” foi a principal razão pela qual a onda das SPAC abrandou e atingiu seu pico; e (vi) a lei das empresas de investimento (*Investment Company Act*) não se aplica às SPACs.

Estas, dentre outras, seriam facilidades legais das SPACs alegadas pelos defensores do modelo, mas que são refutadas pelo Professor John C. Coates em seu trabalho. De forma paralela, outros autores também revisitam temas financeiros e operacionais das SPACs, sobretudo mediante a análise realizada pelos professores e pesquisadores Michael Klausner, Michael Ohlrogge e Emily Ruan¹²⁷.

A principal vulnerabilidade do modelo de SPACs abordada no mencionado estudo foi em relação aos seus custos. Supostamente inferiores aos custos de um IPO, uma das mais bradadas qualidades

126 COATES, John C. *SPAC Law and Myths.*, 11 de fevereiro de 2022. Disponível em : <<<https://ssrn.com/abstract=4022809> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4022809>>>. Acesso: 15/07/2022.

127 KLAUSNER, Michael, OHLROGGE, Michael e RUAN, Emily. *A sober look at SPACS*, dezembro de 2021. Disponível em : << <https://corpgov.law.harvard.edu/2020/11/19/a-sober-look-at-spacs/>>>. Acesso: 15/07/2022.

das SPACs, os autores concluem que os custos tendem a ser velados, opacos e eventualmente superiores aos dos IPOs convencionais, quando analisados em perspectiva.

A análise dos custos considera a remuneração do Patrocinador e da instituição intermediária. O Patrocinador geralmente recebe uma remuneração (conhecida em inglês como “*promote*”) de 20% das ações da SPAC pós-IPO por um preço nominal, após a realização da combinação de negócios; a instituição intermediária recebe um valor correspondente a 5,5% do valor do IPO; e os investidores no IPO recebem *warrants* junto com suas ações, figura estadunidense que, aqui, podem ser equiparadas aos bônus de subscrição – que diluem o valor das ações da SPAC. Aos investidores é facultado a saída da empresa no momento da combinação de negócios.

Em geral, determina-se no IPO de SPACs o preço de US\$ 10,00 por ação. Porém, considerando-se os custos do Patrocinador e da instituição intermediária, a SPAC terá menos dinheiro líquido por ação do que os US\$ 10,00 atribuídos no momento da combinação de negócios. Este cálculo é realizado no estudo acima referido¹²⁸, em que se descobre que uma SPAC média nos Estados Unidos reverte apenas US\$ 5,70 por ação em dinheiro líquido no momento da combinação de negócios, devendo, portanto, uma fusão ou aquisição produzir um excedente de valor que preencha essa diferença.

Os autores analisaram as SPACs que realizaram fusões e aquisições entre janeiro de 2019 e junho de 2020; e as que se fundiram entre 2020 e 2021. Com isso, concluíram que os custos embutidos na estrutura SPAC tendem a ser mais altos do que os custos associados aos IPOs tradicionais. E que não é a própria companhia que arca diretamente com esses custos, mas os acionistas da SPAC que optam por não resgatar suas ações antes da combinação de negócios.

Conforme mencionado, uma característica primordial das SPACs é o direito de resgatar suas ações a um preço igual ao preço de

128 KLAUSNER, Michael, OHLROGGE, Michael e RUAN, Emily. *A sober look at SPACS*, 2021, p. 7. Disponível em : << <https://corpgov.law.harvard.edu/2020/11/19/a-sober-look-at-spacs/>>>. Acesso: 15/07/2022.

US\$ 10,00 do IPO mais os juros acumulados. Em razão disso, muitos investidores saem da SPAC resgatando suas ações em valor original e os que permanecem veem o patrimônio da sociedade ser reduzido para os pagamentos dos custos do Patrocinador e da instituição intermediária. O retorno para os investidores que permanecem, conforme explicado, tende a ser de apenas US\$ 5,70 por ação.

O fato de que os acionistas da SPAC suportam os custos a ela inerentes explica a atração das sociedades-alvo que procuram abrir capital – a abertura de capital torna-se mais barata do que um IPO, da perspectiva da sociedade-alvo. E, ainda, ao considerar que os investidores têm suportado os custos inerentes das SPACs, os autores se questionam quanto à qualidade das divulgações das SPACs e sugerem o aprimoramento de medidas de transparência ao modelo.

Um outro problema apontado é o de que a remuneração paga ao Patrocinador só é realizada se este for bem-sucedido em encontrar uma sociedade-alvo com a qual a combinação de negócios possa ser realizada. Assim, a atuação do Patrocinador, que já é suscetível a todos os problemas de agência, torna-se temerária no sentido de que é possível que o Patrocinador engaje a SPAC em uma combinação de negócios que não faça sentido apenas para receber sua compensação.

Desta forma, tem-se que, por mais que o modelo de SPACs esteja em ampla utilização, há espaço para seu aprimoramento e esse aperfeiçoar deve partir da correção de aspectos controversos e do esclarecimento de mitos. A SEC tomou alguns passos nessa direção ao sugerir uma reforma legislativa, mas esta não vem sendo recebida de forma unânime¹²⁹.

129 Disponível em : << <https://forbes.com.br/forbes-money/2022/06/setor-financeiro-dos-eua-se-opoe-a-projeto-da-sec-para-regular-spacs/> >>. Acesso: 15/07/2022.

3. SPACS À BRASILEIRA: UM CERTO FRISSON PÁTRIO E OS IMPACTOS NA DISCIPLINA DAS FUSÕES E AQUISIÇÕES

O *boom* de SPACs nos Estados Unidos não passaria despercebido no Brasil. No entanto, funcionalmente, a prática ainda não foi plenamente adotada no país – apenas o apelo midiático restou. Diversos artigos de opinião, blogs, influenciadores financeiros e entusiastas passaram a levantar a bandeira de SPACs. Os argumentos favoráveis são os mesmos, mas as críticas, apresentadas no capítulo anterior, não foram importadas e poderiam ser relevantes para o cenário pátrio. É isso que será abordado neste capítulo.

3.1 A RECEPÇÃO BRASILEIRA ÀS SPACS

A princípio, o entendimento inicial no Brasil foi o de que as SPACs não eram permitidas, sobretudo em razão da obrigação de se apresentar a demonstração financeira dos três últimos exercícios sociais. Porém, em estudos mais minuciosos, concluiu-se que seria possível a realizações de SPACs brasileiras, sendo este o atual entendimento do mercado e da CVM, como se verá mais adiante.

Antes de qualquer registro no Brasil, muitos empresários recorreram às *SPACs à brasileira*, em que Patrocinadores constituíam uma SPAC em bolsa de valores estadunidense e procuravam por uma sociedade-alvo brasileira para se realizar a combinação de negócios. Muitos movidos pelo frisson e incentivados pelas SPACs estadunidenses resolveram desenvolver lá suas estratégias¹³⁰. No entanto, por mais que a imprensa tenha denominado como SPACs à brasileira, pouco se tem de *Brasil* na elaboração destas SPACs, trata-se da aplicação de legislação estadunidense sobre o modelo estadunidense.

130 Disponível em: << <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/colunas/disclosure/spacs-a-brasileira-hora-de-aprender-com-as-lico-es-la-fora-07102021>>>. Acesso: 19/07/2022. Disponível em: << <https://neofeed.com.br/negocios/spacs-a-brasileira-devem-captar-mais-de-us-11-bilhao-e-essa-febre-esta-so-no-comeco/>>>. Acesso: 19/07/2022.

Até o momento em que este trabalho foi desenvolvido, estava em andamento apenas uma SPAC no Brasil. A primeira foi solicitada pela Alvarez & Marsal, com um pedido de registro de companhia aberta – categoria “A”, sendo a própria Alvarez & Marsal o Patrocinador¹³¹. Poucos são os termos dessa SPAC ou do registro que estão públicos para consulta. Sabe-se que, atualmente, a SPAC está em busca de uma sociedade-alvo para a realização da combinação de negócios.

Em razão desta efusividade, a B3 lançou um guia de melhores práticas das SPACs e a CVM consultou o mercado a respeito de temas específicos, ambos serão melhores analisados ainda neste capítulo. Em relação à doutrina, pesquisas realizadas em 18 de julho de 2022 com os termos “SPAC”, “SPACs” “*special purpose acquisition company*”, “*special-purpose acquisition company*”, não retornaram nenhum resultado escrito em português ou no Brasil na ferramenta do Google Acadêmico e no Portal do Sistema Integrado de Bibliotecas da Universidade de São Paulo (SIBiUSP). Em sede de atualização do presente artigo, nova pesquisa foi realizada em 20 de maio de 2023 nas mesmas bases de dados e seguindo os mesmos parâmetros, e três trabalhos de conclusão de curso de direito, escritos por alunos de graduação¹³², foram encontrados.

Os três trabalhos de conclusão encontrados foram analisados e apresentam estrutura semelhante entre si. Estrutura semelhante, inclusive, a este artigo. Iniciam com uma apresentação do modelo estadunidense e sua contextualização em relação à legislação brasileira.

131 Disponível em : << <https://investidor.estadao.com.br/mercado/cvm-aceita-pedido-spac-alvarez-marsal>>>. Acesso: 15/07/2022.

132 ALMEIDA, Caio Tripicchio de. *O tipo societário adequado às SPACs (Special Purpose Acquisition Companies) no ordenamento jurídico brasileiro*. Trabalho de Conclusão de Curso, 2022. Disponível em: <<<https://repositorio.pucsp.br/jspui/handle/handle/31770>>>. Acesso: 20/05/2023; ZOCCOLI, João Pedro Saccomano. *A transposição das Special Purpose Acquisition Companies (SPACs) à luz do ordenamento jurídico brasileiro*. Trabalho de Conclusão de Curso, 2022. Disponível em: <<<https://dspace.mackenzie.br/handle/10899/32660>>>. Acesso: 20/05/2023; CASTRO, Rafaella Dias de Souza. *Um estudo sobre as companhias de propósito específico de aquisição perante o arcabouço regulatório jurídico brasileiro*. Trabalho de Conclusão de Curso, 2022. Disponível em: << <https://dspace.mackenzie.br/handle/10899/32677>>>. Acesso: 20/05/2023;

Excetuando-se algumas criatividades e esforços comparativos¹³³, ambos os trabalhos também alcançam corolário comum: o de que o modelo de SPACs já seria possível sob o prisma da atual regulação brasileira, sobretudo nas disposições da Resolução CVM 160/2022.

Apesar da inegável qualidade dos trabalhos apresentados, é interessante notar que um tema que atraiu tanta atenção do mercado, não tenha despertado as penas da academia. Entende-se que o tema, ainda recente, está sendo principalmente tratado no âmbito do mercado e da regulação, não tendo a doutrina se aprofundado em sua definição. Portanto, a seguir, serão analisadas as iniciativas de regulação e a manifestação do mercado a respeito das SPACs.

3.2 A AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM 02/21 E A RESOLUÇÃO CVM 160/2022

A demanda pela adoção do modelo de SPACs fez com que a CVM instaurasse a Audiência Pública SDM 02/21, que culminaria na Resolução CVM 160/2022, posteriormente alterada pela Resolução CVM nº 173, de 29 de novembro de 2022. O objetivo da consulta, dentre outros, era o de receber comentários sobre *“a eventual conveniência de limitar o público-alvo de ofertas públicas iniciais de ações emitidas por SPACs apenas a investidores qualificados, no momento inicial, podendo alcançar investidores de varejo após o período de 18 meses”*¹³⁴.

Neste contexto, foram analisadas neste trabalho todas as manifestações recebidas no âmbito da Audiência Pública SDM 02/21. Das 39 manifestações recebidas, apenas sete mencionavam o tema das

133 Caio Tripicchio de Almeida, em seu trabalho, apresenta uma interessante comparação, que escapa aos outros dois trabalhos, entre os modelos de sociedade anônima e fundo de investimento em participação para se questionar a forma ideal de uma SPAC no Brasil. João Pedro Saccomano Zoccoli, por sua vez, sugere a regulamentação específica da CVM para um novo tipo societário, que ele denomina *“companhia de captação de investimento”*.

134 Relatório de Audiência Pública SDM 02/21 – Processo CVMSEI nº 19957.009300/2018-11. Pg. 253. Disponível em : << https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2021/sdm0221.html>>. Acesso: 17/07/2022.

SPACs, sendo que, dentre estas sete, apenas quatro abordavam o tema em maiores detalhes: ABRASCA, ANBIMA, B3 e Mattos Filho.

As manifestações abordavam temas variados, não apenas referentes aos investidores qualificados, mas em relação a todos os ciclos das SPACs. Foi sugerida, por exemplo, a dispensa de apresentação de demonstração financeira dos três últimos exercícios sociais, a criação de uma categoria de emissor única para as SPACs e uma data limite entre o IPO e a assinatura dos documentos vinculantes da combinação de negócios, dentre outros.

A CVM adotou apenas parte reduzida das sugestões e justificou que as contribuições mais específicas serão mantidas em uma eventual reforma mais ampla para criar um regime mais detalhado para as SPACs. Neste sentido, a CVM diz que essa reforma ainda não se faz necessária e os comentários gerais não serão adotados, pois, “(i) *eles tomam por base uma configuração específica desse veículo de investimento, que restaria enrijecida na regulamentação, mas que pode ser incapaz de atender um conjunto importante de casos; e (ii) os estatutos sociais das sociedades constituídas como SPACs podem dar tratamento adequado a essas questões, independentemente da regulação*”¹³⁵.

No Art. 2º, XXII, da Resolução CVM 160/2022, SPACs são definidas como “*emissora em fase préoperacional constituída com a finalidade exclusiva de participar futuramente no capital social de sociedade operacional pré-existente*”.

Em linhas gerais, a CVM pôs fim a eventuais polêmicas sobre a realização de SPACs no Brasil e evitou regular a disciplina em demasia. A Resolução CVM 160/2022 prevê apenas que ações emitidas por SPACs serão ofertadas somente a investidores qualificados, pelo prazo mínimo de seis meses após a combinação de negócios entre a SPAC e a sociedade-alvo, sendo por eles negociadas em mercado secundário: “[...] *assim, serão estes investidores, qualificados, que decidirão tanto acerca do investimento original na SPAC como da operação de combinação de*

135 Relatório de Audiência Pública SDM 02/21 – Processo CVMSEI nº 19957.009300/2018-11. Pg. 255. Disponível em : << https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2021/sdm0221.html>>. Acesso: 17/07/2022.

negócios com a sociedade alvo da aquisição”¹³⁶. Tal disposição foi adotada pelo Art. 85 da Resolução CVM 160/2022.

Outra disposição adotada na Resolução CVM 160/2022, em seu Art. 29, VII, é a de que não há obrigatoriedade para SPACs de apresentação de estudo de viabilidade econômico-financeira para o requerimento do registro da oferta pública de distribuição. Esta medida surge da argumentação presente principalmente nas manifestações da B3 e da ANBIMA, adotada pela CVM, de que as SPACs não devem ser equiparadas a uma empresa em estágio pré-operacional, uma vez que ela é, conceitualmente, um veículo de investimento. O estudo de viabilidade, de acordo com a ANBIMA, deveria ser exigido apenas no momento da fusão ou aquisição, uma vez que a SPAC tem um escopo de atuação próprio que se consolidará apenas no momento da combinação de negócios. A CVM não determinou a obrigação de apresentação de estudo de viabilidade nem mesmo na combinação de negócios.

Desta forma, os órgãos reguladores brasileiros mostram que estão cientes do fenômeno das SPACs, mas deixam um caminho aberto para que a atividade possa florescer sem encontrar muitos obstáculos legais. Sob a justificativa de se evitar enrijecer a atividade, vê-se, conforme mencionado acima, uma postura quase oposta ao dos órgãos reguladores estadunidenses, que estão apresentando cada vez mais balizas às SPACs. Nesse sentido, é importante analisar, de forma breve, os impactos que as SPACs podem ter nas operações de fusão e aquisição, considerando-se o ordenamento pátrio.

136 Relatório de Audiência Pública SDM 02/21 – Processo CVM SEI nº 19957.009300/2018-11. Pg. 255. Disponível em : << https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2021/sdm0221.html>>. Acesso: 17/07/2022.

3.3 PARTICULARIDADES DAS FUSÕES E AQUISIÇÕES BRASILEIRAS E AS COMBINAÇÕES DE NEGÓCIOS NAS SPACS

Analisado o funcionamento das SPACs e sua origem no direito estadunidense, assim como a sua recepção no Brasil e as iniciativas da CVM em sua regulação, é importante analisar as particularidades das SPACs de acordo com o regulamento nacional.

A manifestação da ANBIMA na Audiência Pública SDM 02/21¹³⁷ apresenta algumas alternativas brasileiras para o estabelecimento das SPACs. Uma delas seria o uso do tipo societário das sociedades anônimas como forma de se conciliar os interesses das SPACs. A constituição de uma sociedade anônima em vez de um fundo de investimento em participações (“FIP”), por exemplo, sugestão inicialmente aventada pela CVM, possibilitaria o uso de ações preferenciais resgatáveis, possibilitando o resgate de acionistas que o preferirem no momento da combinação de negócios, e o estabelecimento de prazo de duração para a SPAC, que seria consequentemente liquidada no caso de o prazo ser atingido sem que a combinação de negócios ocorresse.

Ainda, os *warrants* estadunidenses encontrariam semelhança com os bônus de subscrição no Brasil, que já possuem regramento próprio na Lei 6404, de 15 de dezembro de 1976 (“Lei 6404/1976” ou “Lei das SA”)

Da mesma forma, a manifestação da B3 na Audiência Pública SDM 02/21¹³⁸ também apresenta particularidades brasileiras da disciplina. No entanto, antes de apresentá-las, a B3 define quais seriam os potenciais problemas da adoção das SPACs no Brasil, sendo eles: (i) *disclosure limitado nos documentos da oferta, dada a ausência de atividade e resultados próprios no momento do IPO*; (ii) *a diluição da base acionária*

137 Manifestação ANBIMA - Relatório de Audiência Pública SDM 02/21 – Processo CVM SEI nº 19957.009300/2018-11. Pg. 255. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2021/sdm0221.html>>. Acesso: 17/07/2022.

138 Manifestação B3 - Relatório de Audiência Pública SDM 02/21 – Processo CVM SEI nº 19957.009300/2018-11. Pg. 255. Disponível em : <<https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2021/sdm0221.html>>. Acesso: 17/07/2022.

em função da remuneração do sponsor e o potencial desalinhamento de interesses entre este e os investidores; (iii) custo de oportunidade decorrente da manutenção dos recursos captados em conta bancária até a conclusão da combinação de negócios com a target; e (iv) a possibilidade de descapitalização e consequente inviabilidade de aquisição da target, a depender do volume de reembolso solicitado pelos acionistas.

Assim, definidos os problemas, a B3 aponta os quatro principais desafios às SPACs brasileiras. O primeiro é o de que em meio a diversas possibilidades de combinação de negócios a ser realizada no momento do De-SPAC, para a sociedade-alvo se tornar uma companhia aberta, o ideal é que ela seja incorporada pela SPAC. Outra forma de combinação de negócios, como a estruturação de uma holding, por exemplo, desnaturaria o conceito das SPACs. Porém, cria-se um dilema regulatório: deveria o regulador impor a forma de combinação de negócios às SPACs?

O segundo desafio se dá em comparação com o direito societário estadunidense, em que, em alguns casos, basta a aprovação do conselho de administração de uma sociedade para que a combinação de negócios se realize. No caso brasileiro, a combinação deverá ser aprovada sempre pela assembleia de acionistas. E assim, no caso de a assembleia votar de forma contrária à combinação de negócios ou não havendo uma sociedade-alvo, surge o terceiro desafio: a forma de resgate das ações dos investidores. Entende a B3 que, neste caso, deve-se utilizar as hipóteses de direito de recesso, previstas nos Arts. 136 e 137 da Lei das S.A. ou o resgate de ações, conforme Art. 44 da Lei das S.A. No entanto, ambas alternativas exigem hipóteses específicas e pormenores taxativos legais, que não necessariamente encontrariam respaldo na disciplina das SPACs.

Por fim, o último desafio, sob o qual repousa a hipótese deste trabalho, está relacionado à transparência: *insuficiência informacional dos acionistas da SPAC acerca da target no momento da aprovação da operação, em comparação às informações divulgadas por uma companhia*

que segue o rito do IPO tradicional¹³⁹. Acredita-se, neste caso, que em razão da estrutura particular das SPACs, em que as informações estão concentradas no Patrocinador, pode haver uma assimetria significativa entre os acionistas e a companhia.

A assimetria de informação, conforme conceituada por George Akerlof em seu artigo seminal¹⁴⁰, ocorre quando uma das partes envolvidas em uma transação possui um conhecimento mais abrangente e relevante em relação ao negócio do que a outra parte. Isso pode ser exemplificado em situações em que um vendedor deseja obter o preço mais alto possível por um produto, enquanto o comprador busca adquiri-lo pelo menor valor possível. No entanto, quando o vendedor coloca no mercado um produto defeituoso ou usado, mas não revela essa informação, ele pode cobrar um valor ligeiramente inferior ao de um produto novo, levando o comprador a pagar um preço que acredita ser vantajoso para um produto novo, ignorando sua qualidade inferior.

Akerlof usa por base o exemplo dos “lemons” (carros ruins e usados que podem ser vendidos pelo mesmo valor que carros novos devido à falta de informações completas), para destacar a importância da disseminação adequada de informações no mercado. Isso leva ao conceito de seleção adversa, em que o mercado pode ser inundado por produtos de qualidade inferior, uma vez que os produtos de alta qualidade não encontram compradores dispostos a pagar o preço considerado ideal pelos vendedores. Essa dinâmica não se aplica apenas à venda de produtos, mas também a diversos setores, como exemplificado por Akerlof em seu texto ao abordar seguros de saúde e grupos minoritários, mas também em relação às SPACs, conforme a hipótese apresentada neste trabalho.

139 Manifestação B3 - Relatório de Audiência Pública SDM 02/21 - Processo CVM SEI nº 19957.009300/2018-11. Pg. 255. Disponível em : <<https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2021/sdm0221.html>>. Acesso: 17/07/2022.

140 AKERLOF, George A. The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. The Quarterly Journal of Economics, Vol. 84, No. 3. 1970, pp. 488-500.

No contexto das SPACs, o Patrocinador detém a maior parte das informações sobre a operação, enquanto os acionistas e a empresa dependem da transparência dessas informações. Isso gera uma assimetria de informações significativa. Portanto, a atuação do Patrocinador deve ser pautada em quesitos claros e definidos de governança e transparência; sobretudo ao se considerar que essa atuação, que já enfrenta os problemas típicos de conflitos de agência, acima mencionados, será remunerada apenas em caso de sucesso da operação. Isso, como mencionado, pode levar o Patrocinador a comprometer a SPAC em combinações de negócios que, de outra forma, não fariam sentido, visando apenas receber sua compensação.

Desta forma, a B3 emitiu um relatório de práticas internacionais e aspectos de governança das SPACs no qual apresenta aspectos elementares de sua constituição e estabelecimento¹⁴¹. Há cinco aspectos elementares: (i) específica destinação dos recursos captados pela SPAC; (ii) aprovação da combinação de negócios em assembleia geral; (iii) cláusulas estatutárias mínimas; (iv) ressarcimento dos investidores; e (v) obrigações informacionais.

Considerada a devida importância de cada um dos elementos apresentados, entende-se que os aspectos informacionais são relevantes na realização de uma combinação de negócios posterior. Considerando que os acionistas se encontram particularmente apartados das operações da SPAC e da sociedade-alvo, informações adicionais seriam cruciais para a definição dos aspectos econômicos, alocação de risco e alocação do controle da operação de fusão e aquisição.

Neste sentido, a SEC propôs obrigações adicionais de informação sobre os Patrocinadores de SPAC, eventuais conflitos de interesse e fontes de diluição, além de informações sobre a combinação de negócios em si, incluindo uma avaliação de proporcionalidade e eficiência. As proposições estão sendo questionadas no mercado

141 B3. *SPACs: Práticas Internacionais e Aspectos de Governança. Considerações acerca da sua implementação no Brasil e ao redor do mundo*. 2022. Disponível em: << https://www.b3.com.br/pt_br/noticias/b3-lanca-guia-das-spacs.htm>>. Acesso: 18/07/2022.

estadunidense¹⁴². Porém, analisados os riscos e as particularidades do mercado e da legislação brasileira, entende-se que as obrigações de informação também deveriam ser adotadas no Brasil e impactariam, de forma direta, a organização e realização das disposições de governança corporativa adotadas em processos de fusões e aquisições.

4. CONCLUSÃO

Ferramenta antiga, fenômeno recente, as SPACs parecem apresentar diversos benefícios e facilidades para a abertura de capital de sociedades. Seguidas de sua ampla utilização nos Estados Unidos, análises críticas foram escritas considerando os mitos legais e os custos opacos das SPACs. Os trabalhos concluem pela reforma e aprimoramento do instrumento, apresentando pouco ou nenhum benefício em relação aos IPOs, quando em comparação direta.

Similar frisson atingiu o Brasil, engajando a CVM em um estudo do veículo por meio da Audiência Pública SDM 02/21. As conclusões são as de que as SPACs são possíveis na legislação brasileira, com determinadas adaptações. Conforme se aventou na hipótese deste trabalho, acredita-se que a adoção das SPACs impactará nas disposições de governança corporativa adotadas em processos de fusões e aquisições, sobretudo em relação às políticas de transparência, considerando-se sua estrutura peculiar.

Os benefícios das SPACs são consideráveis e têm atraído diversos entusiastas, todavia, seus pormenores devem ser analisados de forma crítica. Sua adoção no Brasil, tão desejada por parte do mercado, deve observar a Resolução CVM 160/2022 e as peculiaridades pátrias.

142 Disponível em : << <https://www.sec.gov/news/press-release/2022-56>>>. Acesso: 18/07/2022.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BAUMAN, Jeffrey D. *The old man and the tree: A parable of valuation*. Business Organizations Law and Policy: Materials and Problems, 9th Edition, at 386 - 392.

B3. SPACs: *Práticas Internacionais e Aspectos de Governança. Considerações acerca da sua implementação no Brasil e ao redor do mundo*. 2022. Disponível em: <<https://www.b3.com.br/pt_br/noticias/b3-lanca-guia-das-spacs.htm>>.

CALABRESI Guido e MELAMED, A. Douglas. *Property Rules, Liability Rules, and Inalienability: One View of the Cathedral*. Harvard Law Review, vol. 85, no 6, 1972.

CHAPMAN, Jeffrey. *Representations and Warranties Insurance in M&A Transactions*. Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, December 11, 2017.

COASE, Ronald Harry. *The Problem of Social Cost*. The Journal of Law & Economics, v. 3, p. 1-44, 1960.

COATES, John C. *SPAC Law and Myths*. 2022. Disponível em : <<<https://ssrn.com/abstract=4022809> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4022809>>>.

COYLE, John F. *The Canons of Construction for Choice-of-Law Clauses*. Washington Law Review, v. 92, number 2, 2017.

CRIMMINS, Paul M. *Earn-outs in M&A Transactions, Key Structures and Recent Developments*. The M&A Journal, v. 10, n. 10.

HEYMAN, Derek. *From Blank Check to SPAC: The Regulator's Response to the Market and the Market's Response to the Regulation*, 2 ENTREPRENEURIAL BUS. L. J. 531, 2007.

KLAUSNER, Michael, OHLROGGE, Michael e RUAN, Emily. *A sober look at SPACS*. 2021. Disponível em : << <https://corpgov.law.harvard.edu/2020/11/19/a-sober-look-at-spacs/>>>.

KRAAKMAN, Reinier; ARMOUR, John; DAVIES, Paul; ENRIQUES, Luca; HANSMANN, Henry; HERTIG, Gerard; HOPT, Klaus; KANDA, Hideki; PARGENDLER, Mariana; RINGE, Wolf-Georg; ROCK, Edward. *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*. Oxford: Oxford University Press, 2017.

KOLLER, Tim. *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. McKinsey & Company, 7th edition (Chapter 2).

Manifestação ANBIMA - Relatório de Audiência Pública SDM 02/21 – Processo CVM SEI nº 19957.009300/2018-11. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2021/sdm0221.html>>.

Manifestação B3 - Relatório de Audiência Pública SDM 02/21 – Processo CVM SEI nº 19957.009300/2018-11. Disponível em : <<https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2021/sdm0221.html>>.

Relatório de Audiência Pública SDM 02/21 – Processo CVM SEI nº 19957.009300/2018-11. Disponível em : << https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2021/sdm0221.html>>.

RIEMER, Daniel S. *Special Purpose Acquisition Companies: SPAC and SPAN, or Blank Check Redux?*, 85 WASH. U. L. REV. 931, 2007.

RODRIGUES, Usha, STEGEMOLLER, Mike. *Exit, Voice, and Reputation: The Evolution of SPACs*, 37 DEL. J. CORP. L. 849, 2013.

SHACHMUROVE, Yochanan e VULANOVIC, Milos. *Specified Purpose Acquisition Company IPOs*, in THE OXFORD HANDBOOK OF IPOS 301, Douglas Cumming ed., 2019.

EX ANTE MERGER CONTROL OF CROSS-BORDER M&AS IN BRAZIL: CASE STUDIES OF CADE'S ENFORCEMENT OF GUN JUMPING

Fabiana Pereira Velloso (USP, São Paulo)

Study and Objective: This paper aims to discuss the effectiveness of the Brazilian *ex ante* merger control system based on a case study of gun jumping investigations recently analyzed by the Administrative Council of Economic Defense (CADE), which resulted in the payment of the largest gun jumping fines in CADE's story.

Method: Firstly, we present the debate on the impacts of antitrust regulation on cross-border M&A transactions, which involves the costs of notifying in several jurisdictions that adopt *ex ante* merger control but brings relevant benefits. After, we introduce some of the main characteristics of the Brazilian *ex ante* merger control regime and analyze CADE's decisions in the IBM/Red Hat and Veolia/Engie/Suez cases.

Results: In IBM/Red Hat and Veolia/Engie/Suez cases, the threat of conviction for gun jumping did not effectively protect the Brazilian *ex ante* notification regime. The transactions, which were cleared by other national antitrust authorities (pending only CADE's approval), proceeded without major obstacles.

Conclusions: We argue that the Brazilian enforcement of the pre-merger control has limited effectiveness, for the following reasons: (i) the punishments for the gun jumping infringement seem to be too lenient; and (ii) the role of CADE as a "peripheral" antitrust authority. In this sense, the gun jumping punishment brings limited costs to the parties compared to their possible private gains in speeding or not notifying the transaction.

Keywords: Administrative Council of Economic Defense; merger control; gun jumping; cross-border M&As; standstill obligation; suspensory effects; competition policy.

Summary: 1. Introduction; 2. Costs, benefits and enforcement of *ex ante* merger control in cross-border M&As; 3. Gun jumping in cross-border M&As analyzed by CADE; 4. Is the Brazilian pre-merger notification system effective?; 5. Conclusion.

CONTROLE PRÉVIO DE ATOS DE CONCENTRAÇÃO TRANSNACIONAIS NO BRASIL: ESTUDOS DE CASO DO ENFORCEMENT DO CADE DO ILÍCITO DE GUN JUMPING

Estudo e Objetivo: Este artigo visa discutir a eficácia do sistema brasileiro de controle *ex ante* de atos de concentração, com base em um estudo de caso de investigações de gun jumping recentemente analisadas pelo Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE), que resultaram no pagamento das maiores multas à autoridade pela prática de *gun jumping*.

Método: Em primeiro lugar, apresentamos o debate sobre os impactos da regulamentação antitruste nas operações de fusões e aquisições transnacionais, que envolve os custos de notificação em diversas jurisdições que adotam o controle *ex ante* de concentrações, mas traz benefícios relevantes. Posteriormente, introduzimos algumas das principais características do regime brasileiro de controle de fusões *ex ante* e analisamos as decisões do Cade nos casos IBM/Red Hat e Veolia/Engie/Suez.

Resultados: Nos casos IBM/Red Hat e Veolia/Engie/Suez, a ameaça de condenação por *gun jumping* não protegeu efetivamente o regime brasileiro de notificação prévia. As operações, que foram autorizadas por outras autoridades antitruste nacionais (aguardando apenas a aprovação do Cade), prosseguiram sem maiores obstáculos.

Conclusões: Argumentamos que a aplicação brasileira do controle prévio de atos de concentração tem eficácia limitada, pelas seguintes razões: (i) as punições pela infração de *gun jumping* parecem ser muito brandas; e (ii) o papel do CADE como uma autoridade antitruste “periférica”. Neste sentido, a punição por *gun jumping* traz

custos limitados para as partes em comparação com seus possíveis ganhos privados em acelerar ou não notificar a transação.

Palavras-chave: Conselho Administrativo de Defesa Econômica; controle de estruturas; *gun jumping*; atos de concentração transnacionais; obrigação *standstill*; efeitos suspensivos; política de defesa da concorrência.

Resumo: 1. Introdução; 2. Custos, benefícios e enforcement do controle prévio de concentrações em operações transnacionais; 3. Gun jumping em fusões e aquisições transnacionais analisadas pelo CADE; 4. O sistema brasileiro de pré-notificação de atos de concentração é efetivo?; 5. Conclusão

1. INTRODUCTION

Recently, two cross-border M&As¹⁴³ investigated by the Brazilian antitrust authority, the Administrative Council for Economic Defense (CADE) drew attention for resulting in payment of the highest contributions associated with the gun jumping infringement: IBM/Red Hat (2019) and Veolia/Engie/Suez (2022).

The term “gun jumping” refers to the offense of the obligation to notify a transaction *ex ante* or failure to comply with a standstill obligation to maintain the competitive market conditions before the antitrust approval of the transaction. (OECD, 2018, p. 10) Both the transactions investigated by CADE had high values (billions of dollars or euros), involved companies with relevant international activities, and were filed in several jurisdictions.

These cases are set in a particular context. Nowadays, many countries adopt a mandatory pre-merger control system for transactions that meet certain thresholds. This system delays the implementation of the merger until the authority grants its approval,

143 We refer to “cross-border M&As” generally as merger transactions which parties come from distinct countries and/or have assets and activities in many jurisdictions. In this essay, we emphasize transactions that must be notified to more than one antitrust authority.

since it is usually coupled with a standstill obligation, and brings costs to parties. Nevertheless, the *ex ante* merger control is relevant to avoid irreversible damage to competition in the affected markets in each jurisdiction.

In this sense, the study of the two cross-border M&As recently investigated by CADE may indicate the effectiveness of this authority's enforcement of pre-merger control, considering the international context. Our hypothesis is that the cases provide evidence that the Brazilian punishment for the gun jumping infringement is not working, since it brings limited costs to the parties compared to the possible private gains obtained by them in speeding or not notifying the transaction.

This paper has three parts. In the first chapter, we will present the debate on the impacts of antitrust regulation on cross-border M&A transactions, which involves the costs of notifying in several jurisdictions that adopt *ex ante* merger control but brings relevant benefits. In the second chapter, we will introduce some of the main characteristics of the Brazilian pre-merger control to analyze the IBM/Red Hat and Veolia/Engie/Suez cases. Finally, we will discuss the effectiveness of the Brazilian enforcement of the *ex ante* merger regime, considering the case studies.

2. COSTS, BENEFITS AND ENFORCEMENT OF *EX ANTE* MERGER CONTROL IN CROSS-BORDER M&AS

In this chapter, we will present the debate on the impacts of antitrust regulation on cross-border M&A transactions, among which is the cost of coordinating several notifications submitted to antitrust authorities whose jurisdictions adopt an *ex ante* merger control. The benefits of pre-merger control, however, outweigh this cost.

2.1. ANTITRUST AND CROSS-BORDER M&AS

Aspects related to antitrust or competition authorities can be understood as a regulatory issue of the countries affected by the M&A. Accordingly, the parties involved in the transaction consider, to a lesser or greater extent, antitrust-related aspects that may impact their deal.

Recently, there have been more concerns with evaluating potential antitrust liabilities of the target company by its buyer since those liabilities could have a material effect on the company's value. (ORBACH, 2020, p. 529-532) For example, recently, the Department of Justice Antitrust Division released guidance on assessing compliance programs in antitrust enforcement. (US DEPARTMENT OF JUSTICE ANTITRUST DIVISION, 2019)

Another example is that the national antitrust authority's approach in the relevant markets affected by the transaction may affect how the company operates, even before there is any definitive decision by the agency. An example is the opening of investigations related to a given company's unilateral conduct, which may signal possible concerns about its practices.

Nevertheless, a concern regarding competition law aspects that stands out in cross-border M&As is coordinating the notification of the transaction to more than one competition authority.

For the parties, this process involves (i) analyzing in which jurisdictions the transaction should be notified (*i.e.*, where the transaction meets local mandatory merger thresholds); (ii) conducting a competitive assessment in all countries of mandatory notification, in which the parties can have different market shares (and, therefore, the transaction can be seen as more or less complex by the national competition authority); (iii) coordinating simultaneous notifications in several countries (usually with many local legal teams); and (iv) awaiting the authorities' final decision on the matter.

For competition authorities, notification of a cross-border M&A can open opportunities for collaboration among the agencies but

simultaneously brings challenges (such as the enforcement of specific issues to certain jurisdictions, as will be seen throughout this paper).

2.2. EX ANTE MERGER CONTROL, STANDSTILL OBLIGATION AND THE GUN JUMPING INFRINGEMENT

Most jurisdictions require *ex ante* merger control, which is generally coupled with a standstill obligation – *i.e.*, “an obligation not to put a merger into effect until it is cleared.” (OECD, 2018, p. 5) The standstill obligation guarantees that the transaction will not be closed before the competition authority’s analysis, aiming to avoid irreversible and undesired effects on competition (*e.g.*, difficulties in untangling assets and exchange of competitively sensitive information). (OECD, 2018, p. 5)

As noted above, gun jumping is the offense of the obligation to notify a transaction *ex ante* or failure to comply with a standstill obligation to maintain the competitive market conditions before the antitrust approval of the transaction. In many jurisdictions, gun jumping is generally subject to fines, and the transaction can also be invalid or subject to other measures by the antitrust authority (such as remedies). (OECD, 2018, p. 10)

These obligations are based on the idea that the parties involved in an M&A should remain independent players in the market until the authority’s final decision, which can approve the transaction without restrictions but can also impose remedies or block the deal. (OECD, 2018, p. 5) The most evident criticism of the *ex ante* regime is that it delays the closing of M&As, which could jeopardize transaction efficiencies that could benefit society in general. (OECD, 2018, p. 9)

There are some additional costs regarding the uncertainty about determining whether a transaction is notifiable in a given jurisdiction, which can affect both the parties (that expend resources on this analysis) and the authority (that could have to perform a mere formal analysis of the merger). Generally, competition authorities demand

the notification of merger transactions that meet certain notification criteria. The definition of “merger transaction” could vary depending on the country, as well as the thresholds that identify the weight and nexus of an M&A transaction to a given country’s merger control. (OECD, 2018, p. 6)

In addition, the parties can be uncertain about what is considered “gun jumping” in a particular country. For example, companies can have doubts regarding the amount and type of information that can be shared without incurring in exchange of competitively sensitive information. (OECD, 2018, p. 10)

Most jurisdictions consider a few exceptions to the standstill obligation, allowing the parties to implement parts of the transaction before the final approval without being held liable for gun jumping. The most common situations are when the target is nearly insolvent or its assets threaten to deteriorate. (OECD, 2018, p. 23) Other hypotheses allow the previous implementation of a merger in certain circumstances – such as article 7.2 of the EC Merger Regulation and article 108 of CADE’s Internal Regulation, which we will discuss in item 3.3 below.

Despite these costs to society in general (that may take longer to benefit from the merger) and to the parties, the *ex ante* merger regime is highly beneficial, avoiding irreparable damage caused by premature closing of mergers with anticompetitive effects.¹⁴⁴ Furthermore, there are benefits to using a similar merger control system in several

144 Regarding this topic, the OECD points out that: “The evidence on the actual cost of a deferred implementation of mergers is sparse and patchy at best. A review of business consulting literature submitted at a 2002 FTC-DOJ workshop (Pautler, 2003) concluded that the majority of mergers are not successful. The review also showed a broad consensus that early planning and fast-paced integration would improve merger outcomes (Blumenthal, 2005, pp. 4-5[14]) with success factors being frequent and tailored communication and use of transition teams (*ibid.*, p. 6). At the same time, the studies referenced in the review list a multitude of factors that are not timing related and contribute to success or failure, such as wrong assessment of the strategic fit, cultural clashes, lack of an integration strategy, lack of designated planning and transition teams, and lack of communication. While limitations through regulatory review are mentioned, they are nowhere identified as a primary source of concern.” OCDE, 2018, 36-37.

countries, which reduces legal and economic uncertainty and makes the process clearer to buyers. (HAN, 2020, p. 9; p. 15-16)

Therefore, the gun jumping provision is an essential tool to guarantee the good functioning of the *ex ante* merger control regime, since it works as a strong incentive for companies to notify operations and not close them before the final approval of the antitrust authority or authorities involved.

In this sense, we understand that in transactions that involve notification to more than one antitrust authority, the gun jumping analysis by a particular agency may be of interest to give some clues about the effectiveness of the enforcement of *ex ante* merger control of a national competition authority.

3. GUN JUMPING IN CROSS-BORDER M&AS ANALYZED BY CADE

In this chapter, firstly, we will present some characteristics of current Brazilian merger control, which will allow us to proceed with a study of two recent cases of cross-border M&As investigated by CADE (IBM/Red Hat and Veolia/Engie/Suez).

In both these cases, CADE's General Superintendence gave an opinion to convict merging parties on gun jumping. As a result, they entered into agreements with CADE's Tribunal, which led to the payment of the highest monetary contributions to the authority in gun jumping investigations.

3.1 THE *EX ANTE* BRAZILIAN MERGER CONTROL SYSTEM

The previous Brazilian antitrust law (Law n. 8,884/1994) adopted a post-merger notification regime, since it established that mergers were to be submitted to the authority in advance or no later than fifteen business days after its "occurrence." In 2011, Brazil's current antitrust law (Law n. 12,529/2011 or Brazilian Antitrust Law) was

enacted, establishing an *ex ante* merger control regime coupled with a standstill obligation, in article 88.¹⁴⁵

This legislative change was seen in a positive light and regarded to be in line with the best international practices, since it was considered that the acts during a merger negotiation process in Brazil were a breeding ground for exchanging of competitively sensitive information among competitors. (ATHAYDE, 2012, p. 59-60) Naturally, this change has had significant implications for CADE and merger parties.¹⁴⁶

Regarding the legislative framework, currently a transaction deemed a “concentration” (according to article 90 of Law 12,529¹⁴⁷) should be filed if it has effects in Brazil and meets the jurisdictional thresholds. The thresholds are based on the revenues of the economic groups involved in the merger¹⁴⁸.

The possible punishments for gun jumping were established in paragraph 3 of article 88 of the new law: (i) nullity of the merger;

145 According to article 88 of Law n. 12,529/2011: “§2 The control of the concentration acts referred to in the caput of this Article will occur prior to the transaction and shall be performed within, at the latest, two hundred and forty (240) days, as of the application protocol or amendment thereto. (...)”

§4 Until the final decision on the transaction, the conditions of competition shall be preserved between the companies involved, under penalty of incurring the sanctions provided for in § 3 of this article.”

146 On the advantages and main impacts on the change of Brazilian merger notification regime, from a lawyers’ point of view, see: ROSENBERG, BERARDO and BECKER, 2016, p. 159-180.

147 “Art. 90. For the purposes of Article 88 of this Law, a concentration act shall be carried out when:

I - two (2) or more previously independent companies merge;

II - one (1) or more companies acquire, directly or indirectly, by purchase or exchange of stocks, shares, bonds or securities convertible into stocks or assets, whether tangible or intangible, by contract or by any other means or way, the control or parts of one or more companies;

III - one (1) or more companies incorporate one or more companies, or

IV - two (2) or more companies enter into an associative contract, consortium or joint venture.

Sole paragraph. What is described in item IV of the caput, when used for bids promoted by direct and indirect public administration and for contracts arising there from, shall not be considered concentration acts, for the purposes of Article 88 of this Law.”

148 As per the Article 88, §1 of Law n. 12,529/2011 and the Portaria Interministerial n. 994, of 30 May 2012.

(ii) pecuniary fine ranging from 60,000 Brazilian Reais to 60,000,000 Brazilian Reais; and (iii) opening of an administrative proceeding.

Moreover, CADE's Internal Regulation reaffirms the *ex ante* merger control regime in article 108. It provides that the notification must be done preferably after the signing and before the transaction closing (paragraph 1) and that "[t]he parties must keep their physical structure and competitive conditions unmodified until CADE's final assessment" (paragraph 2). The Internal Regulation also provides some exceptions to the standstill obligation on articles 109 and 110 (*i.e.*, transactions involving public offering, stock exchange transactions, and over-the-counter trades), as discussed in item 3.3 below.

CADE also published, in 2015, a non-binding guide to assist merging parties on best practices regarding the *ex ante* notification system. According to the document, the opening of an administrative proceeding considers possible infringing conducts after the merger, especially in cases where there is vertical integration or horizontal overlap between the original parties.

The 2015 guidelines also explain that activities that cause concerns regarding gun jumping belong to three major groups: "(i) exchanges of information between the economic agents involved in a given merger; (ii) definition of contractual clauses that govern the relationship between economic agents; and (iii) activities of the parties before and during the implementation of the merger." (BRAZIL (CADE), 2016, p. 7)

In 2019, CADE established new rules regarding the Administrative Proceedings for Merger Assessment, procedure which investigates gun jumping offenses. Among other topics, CADE's Resolution n. 24/2019 defined hypotheses for increasing the fine (*i.e.*, delay in the notification deadline, seriousness of the conduct, and intentionality) and reducing it (according to the transaction's notification moment).

Below, we will discuss the two cases that have been prominent on the topic of transnational mergers in the *ex ante* merger control system – which, as already mentioned, have resulted in the payment of the largest gun jumping fines in CADE's story.

3.2. IBM/RED HAT: VIOLATION OF THE STANDSTILL OBLIGATION

In October 2018, the IT company IBM announced its acquisition of Red Hat, an open-source cloud software provider, for approximately USD 34 billion. (IBM, 2018) The transaction was formally filed to CADE only on April 9, 2019¹⁴⁹, under the non-fast track procedure – which guarantees CADE a 240-day analysis period that can be extended for another 90 days.

In this case, and according to Brazilian Antitrust Law, the initial day of the deadline counted from the date the parties filed additional information (April 29) since the notification form initially sent was not deemed complete by the authority.

Nutanix, a company that also has cloud software operations and claimed to compete with IBM and Red Hat in several markets, had its request to be an interested third party in the case granted by CADE on May 17, 2019.

Under Brazilian Antitrust Law, interested third parties have the function of collaborating with the case instruction and enjoy a relevant prerogative: to appeal a decision of approval without restrictions, necessarily taking the merger analyzed by the General Superintendence to the Tribunal. Since the Commissioners thoroughly re-examine the transaction (including the complaints brought by the interested third party), an appeal can have a practical effect of delaying the clearing (and therefore closing) of a transaction by months.

After questioning the Parties' main competitors and clients in Brazil, GS-CADE issued its approval opinion in a relatively short timeframe: on June 29, 2019. Only a couple of days after the General Superintendence's decision, the President of CADE's Tribunal called the case for review, anticipating an appeal by the interested third party, which was filed on July 10, 2019.

149 Merger Filing n. 08700.001908/2019-73. Applicants: International Business Machines Corporation and Red Hat, Inc.

The above could be a common narrative of a merger review under the non-fast-track procedure in CADE, were it not for one exceptional circumstance: the Tribunal's imminent lack of quorum.

During the first half of July, the four-year term of three commissioners of CADE's Tribunal ended – which meant that as of July 17, 2019, the Tribunal no longer had a quorum to operate and therefore judge its cases¹⁵⁰. Due to political circumstances¹⁵¹, it was uncertain when the quorum would be restored.

On July 9, 2019, only one day after last CADE's trial session with enough quorum, IBM and Red Hat announced the global closing of the transaction. (IBM, 2019) (RED HAT, 2019) According to the Parties, the transaction had already been cleared by several antitrust authorities other than CADE – European Commission, US Department of Justice, Korea Fair Trade Commission, South African Competition Commission, and the Chilean Fiscalía Nacional Económica.¹⁵²

Following that announcement, CADE started an investigation on the case.¹⁵³ According to CADE's General Superintendence, the Parties argued that, considering the decision to close the transaction abroad, they had established a separate structure for their operations in Brazil (“hold separate business”). Such a structure would be able to preserve the competitive conditions until CADE's final analysis of the merger

150 According to Article 9, § 1, of Law n. 12,529/2011, CADE's Tribunal decisions shall be made by at least 4 Commissioners. The Tribunal cases are suspended until the quorum reestablishment (as per Article 6, § 5, of Law n. 12,529/2011).

151 In Brazil, CADE's Commissioners are appointed by the President and approved by the Senate, as per article 6 of Law n. 12,529/2011. In May 2019, President Jair Bolsonaro had appointed two candidates for CADE's Tribunal, but they were not well received by the Brazilian Congress. In August, the President withdrew these two names and indicated four new candidates, which started working only in October. As a result, CADE's Tribunal did not have quorum between July 17 and October, 8 2019. For more on this subject, see: (i) BASILE; LIMA, 2019; (ii) MANFRINI; RODRIGUES, 2019; (iii) ROUBICEK, 2019; and (iv) LIS; GARCIA, 2019.

152 Document SEI n. 0654584 at Administrative Proceeding for Merger Assessment n. 08700.003660/2019-85.

153 Administrative Proceeding for Merger Assessment n. 08700.003660/2019-85. Complaint: CADE *ex-officio*. Defendants: International Business Machines Corporation (IBM) and Red Hat, Inc.

since Red Hat's business in Brazil would remain as a completely separate unit from IBM and run by an independent manager.¹⁵⁴

These arguments did not convince CADE's General Superintendence, which understood, in October 2019, that the parties closed the transaction intending to complete it as soon as possible and should be fined the maximum possible amount (BRL 60 million).¹⁵⁵

Also in October 2019, CADE's Tribunal quorum was restored. It cleared the IBM/Red Hat merger without restrictions on November 13, 2019, months after the global closing of the transaction, and still within the legal deadline for the analysis (less than 200 days out of 240, which could be extended for another 90 days).

After that, the parties entered into an agreement with CADE's Tribunal, paying a contribution close to the maximum amount (BRL 57 million¹⁵⁶ – the BRL 3 million discount was due to the signing of the agreement).

In her vote for the approval of the agreement, Reporting Commissioner Paula Azevedo understood that the gun jumping had occurred due to an infringement of the standstill obligation, which violated the efficacy of the pre-merger review system. In addition to the General Superintendence's arguments, she considered that the timing challenges of notifying a transaction in multiple jurisdictions were already known to the involved parties when negotiating the deal.

¹⁵⁷

Moreover, Commissioner Paula Azevedo did not consider the lack of Tribunal's quorum as a reasonable justification for the deal closing. She affirmed that the involved parties notified the Brazilian authority months after filing the transaction to the US Department of

154 Document SEI n. 0657172 at Administrative Proceeding for Merger Assessment n. 08700.003660/2019-85.

155 Document SEI n. 0657172 at Administrative Proceeding for Merger Assessment n. 08700.003660/2019-85.

156 According to Central Bank of Brazil's exchange rate (available at <https://www.bcb.gov.br/conversao>) on December 11, 2019 (date of the trial session in which the agreement was approved), such amount corresponds to approximately USD 13,850,752.

157 Document SEI n. 0697183 at Administrative Proceeding for Merger Assessment n. 08700.003660/2019-85.

Justice. Furthermore, CADE still had 255 days to analyze the merger on the closing date. Finally, she considered that transaction clearance in other jurisdictions would not be a valid argument either since the effects of a transaction in each market may vary due to the jurisdiction and the methods of analysis adopted by the antitrust authority.¹⁵⁸

In addition, in her speech at the trial session, in December 2019, Commissioner Paula Azevedo pointed out the need to review the low limit for fines in gun jumping cases.¹⁵⁹

3.3. VEOLIA/ENGIE/SUEZ: FAILURE TO NOTIFY

In October 2020, Veolia announced that it acquired 29.9% of Suez's capital from Engie. (VEOLIA, 2020) Veolia and Suez were both French companies that operated mainly in the water and waste management sectors in many countries, while Engie is a French company with activities in the energy sector that divested its entire stake in Suez to Veolia.

The press release from October 9, 2020, affirms Veolia's "intention to file a voluntary public takeover bid on the remaining Suez share capital in order to complete the merger of the two companies", which would create "a world super champion of the ecological transformation". (VEOLIA, 2020)

The same document also discusses authorizations relating to merger control. It claims that Veolia had identified targeted competition issues of the merger and anticipated remedies. In addition, it informs that "Notifications will be required in a number of jurisdictions, including the European Union, United States of America, United Kingdom, Australia, China, Morocco. Pending authorization from the European Commission, Veolia will not exercise the voting rights attached to its stake, except for decisions likely to protect the

158 Document SEI n. 0697183 at Administrative Proceeding for Merger Assessment n. 08700.003660/2019-85.

159 As per the video of the 151st Ordinary Judgment Session (December 11, 2019), available at https://www.youtube.com/watch?v=J7F_RceXUw0.

property value of this stake with the authorization of the Commission.” (VEOLIA, 2020)

The excerpt refers to the EC Merger Regulation (Council Regulation n. 139/2004), which allows the implementation of a public bid or a series of transactions in securities, provided that the merger is notified to the Commission without delay and the acquirer does not exercise the voting rights attached to the securities in question or does so only to maintain the full value of its investments.

On November 9, 2020, Suez presented a gun jumping complaint against Veolia and Engie in CADE, claiming that both parties had activities in Brazil and that the transfer of shares had already occurred without proper notification to the Brazilian antitrust agency and its authorization. According to the company, the total value of the non-notified transaction was EUR 3,4 billion.¹⁶⁰ CADE then started an investigation on the matter.

The Suez complaint was part of initiatives to try to block Veolia’s acquisition of control. These also included transferring assets related to Suez’s water treatment activities in France to a Dutch foundation to obstruct one of Veolia’s anticipated merger remedies. (KEOHANE, 2020)

Veolia and Engie basically defended themselves to CADE by claiming that the acquisition of shares was only one step in Veolia’s acquisition of control of Suez. As part of a public offering, the acquisition would fall within the provisions of article 107 (now art. 108) of CADE’s Internal Regulation. Such article authorizes acquisitions through public offerings before final approval by CADE, as long as the party does not exercise the political rights attached to the acquired stake.¹⁶¹

Veolia and Engie also mentioned the European Commission’s decision to analyze the acquisition of 29.9% of the shares as part of

160 Administrative Proceeding for Merger Assessment n° 08700.005713/2020-36. Complaint: Suez S.A. Defendants: Veolia Environment S.A. and Engie S.A.

161 See Documents SEI n. 0892106 and Document SEI n. 0892128 at Administrative Proceeding for Merger Assessment n° 08700.005713/2020-36.

a single operation to acquire control and the notification exemption provided for in article 7.2 of EC Merger Regulation. Veolia reinforced that had it not exercised any political rights in connection with the transaction.¹⁶²

Such arguments did not convince CADE. A few months later, in December 2021, the General Superintendence understood that the private contract between Engie and Veolia, resulting in the 29.9% share transference, was not equivalent to a public offering. As per Brazilian Antitrust Law, the transfer of ownership of Suez shares was enough to consummate the transaction, regardless of Veolia's exercise of political rights.¹⁶³

In May 2022, CADE's Tribunal signed an agreement with the parties that included the payment of a contribution in the maximum amount provided for a gun jumping fine (60 million Brazilian Reals¹⁶⁴). This was the largest contribution of its kind ever paid to CADE.¹⁶⁵

In the meantime, Veolia and Suez eventually reached an agreement on the transaction, as announced in April 2021. (VEOLIA, 2020) In May, Suez informed CADE to have given up on its injunction request to prohibit Veolia from exercising any voting rights or influence over Suez.¹⁶⁶ Moreover, Veolia notified CADE of the acquisition of Suez's control, including the already consummated share acquisition step, under the non fast-track procedure.¹⁶⁷

162 See Documents SEI n. 0892106 and Document SEI n. 0892128 at Administrative Proceeding for Merger Assessment n° 08700.005713/2020-36.

163 Document SEI n. 0989910 at Administrative Proceeding for Merger Assessment n° 08700.005713/2020-36.

164 According to Central Bank of Brazil's exchange rate (available at <https://www.bcb.gov.br/conversao>) on May 25, 2019 (date of the trial session in which the agreement was approved), such amount corresponds to approximately USD 12,407,204.

165 Document SEI n. 1068766 and Document SEI n. 1068276 at Administrative Proceeding for Merger Assessment n° 08700.005713/2020-36.

166 Document SEI n. 0906685 at Administrative Proceeding for Merger Assessment n° 08700.005713/2020-36.

167 Merger Filing n. 08700.002455/2021-17. Applicants: Veolia Environment S.A. and Suez S.A.

The acquisition of Suez's control by Veolia was cleared without restrictions by the General Superintendence in November 2021. The interested third party, Suzano (current and potential parties' customer), and CADE's Tribunal did not appeal the decision.

4. IS THE BRAZILIAN PRE-MERGER NOTIFICATION SYSTEM EFFECTIVE?

We argued that the pre-merger notification system, coupled with a standstill obligation, imposes costs to parties involved in cross-border M&As, but has a crucial aim: to avoid irreparable harm to competition. Considering the role of gun jumping enforcement in the *ex ante* merger control regime, we studied two recent investigations of cross-border M&As at CADE in which the parties entered into agreements and paid the higher pecuniary contributions regarding gun jumping.

As we saw, the IBM/Red Hat and Veolia/Engie/Suez mergers had high values, drew attention worldwide (including from the media), and encountered no relevant obstacles to closing from other antitrust authorities – notably in the European Union and the United States. They show that despite the opening of investigations by CADE and the payment of the highest monetary contributions for gun jumping to the authority, the enforcement of the *ex ante* merger control regime in Brazil was not effective.

In both cases, the threat of conviction for gun jumping in these cross-border M&As did not effectively protect the Brazilian *ex ante* notification regime. Despite the ongoing investigations at CADE, the transactions seem to have proceeded without major obstacles.

In the IBM/Red Hat case, the parties only followed the regular merger review process at CADE while the Brazilian authority was adopting the same timing as other antitrust jurisdictions. In the Engie/Veolia case, although it is unclear why the merging parties did not

notify the initial share acquisition to CADE¹⁶⁸, the transaction does not seem to have been affected by the authority's investigation. Afterwards, CADE cleared without restrictions the untimely notification filed by Veolia, soon after it reached an agreement with Suez.

One can argue that the punishments for gun jumping in Brazil are too lenient and, therefore, not very efficient. In effect, the threat of fines of up to 60 million Brazilian Reais in billion-dollar or billion-euro transactions, such as IBM/Red Hat and Veolia/Engie/Suez, seems to be ineffective. Furthermore, CADE has not opened investigations that could lead to greater accountability of the companies involved (and even of individuals related to them) for conducts such as exchanging competitively sensitive information in the premature closing of transactions.

In this sense, it is possible to suggest that the protection of the *ex ante* merger control regime would be more efficient if individuals were held accountable for making decisions regarding gun jumping infringement. Studies recognize the importance of holding individuals responsible for better enforcement of cartels and other anticompetitive conduct, for instance. (OECD, 2005) (ORBACH, 2020, p. 558-559)

Further discussion on whether it is desirable to extend such liability in gun jumping cases can be relevant. Perhaps the choice of IBM and Red Hat to close the deal, despite the pending CADE judgment, would be different if there were a possibility of effective liability of the companies' executives that made the final decision.

Moreover, Law n. 12,529/2011 also provides another possible punishment for gun jumping: nullity of the transaction. One could

168 The reasons for the failure to notify might be: (i) "A mandatory notification is simply overlooked or forgotten, *e.g.* as a result of negligence on the part of the merging parties and omission of any analysis of the competition law implications of a concentration"; (ii) "Failures to identify a duty to notify. This may result from mistakes in the calculation of threshold values or the identification of what transactions constitute a notifiable concentration;" and (iii) "Intentional lack of notification, in order to speed up the merger process or avoid competition scrutiny. This will usually only occur when it is expected that a competition agency will never find out and/or bother to impose sanctions, or when the merger control agency is seen as lacking effective enforcement powers". OCDE, 2018, p. 10-11.

question the impact and effectiveness of such a penalty applied by CADE in cross-border M&As. Would it be possible that a billion-dollar operation, approved and at least partially closed in several other countries around the world, be reversed due to a decision from the Brazilian antitrust authority?

This discussion thus brings us to CADE's role as a competition authority of a developing country that operates in a globalized world, although it is recognized as a mature authority with a relevant role in the international antitrust community.¹⁶⁹

The two case studies seem to show that an isolated decision by CADE, considering circumstances specific to the Brazilian jurisdiction and not applicable to other authorities, has limited reach in cross-border M&As.

The situation seems to be different in authorities in “non-peripheral” jurisdictions of the antitrust system, such as the USA and Europe. In merger control in general, as an example, there is a case of a global billionaire transaction, General Electric/Honeywell, that did not go ahead only because it was not approved by the European Commission, although the US Department of Justice cleared it.¹⁷⁰ However, an analogous situation seems unlikely at Brazilian CADE.

5. CONCLUSION

In this paper, we aimed to discuss the effectiveness of the Brazilian *ex ante* merger control in cross-border M&As, through a study of recent gun jumping investigations that could represent an example of fruitful enforcement by CADE – since they found that

169 Vinicius Marques de Carvalho rightly recognized, in 2015, that “All these advances reveal the institutional consolidation of the PDC (Competition Defense Policy) and have made it possible for CADE no longer to be seen as an inexperienced agency, but rather as a mature body in the promotion of its objectives. The international recognition that CADE has obtained is a clear indicator in this direction.” CARVALHO, 2015, p. 28. Our translation.

170 Regarding the so-called “Brussels Effect” (*i.e.*, “the EU’s unilateral power to regulate global markets”) in competition law, see: BRADFORD, 2020, p. 99-130.

there was a gun jumping infringement and resulted in the payment of contributions close to or equal to the legal maximum.

In order to do this, we first introduced the costs and benefits associated with the *ex ante* merger control system for cross-border M&As in general and then discussed the concrete cases in the Brazilian jurisdiction and analyzed their implications.

The IBM/Red Hat and Veolia/Engie/Suez cases suggest that the risk of conviction did not offer sufficient disincentives to prevent gun jumping, as the parties only had to pay low amounts relative to the total value of the transactions and were able to proceed with the transactions under investigation.

These situations show that, in both cases, the parties' benefits associated with closing the transaction before CADE's approval were possibly superior to the costs of complying with the pre-notification system. This is especially clear in the IBM/Red Hat case, where the costs of delaying the global transaction for an unpredictable period were probably higher than the costs of complying with Brazilian competition law.

Therefore, we noted that the enforcement of *ex ante* merger control in Brazil through gun jumping investigations might be limited by two aspects: (i) the prospect of a low fine for the involved companies and the absence of individual liability for their executives; and (ii) the cross-border nature of these transactions, which makes it difficult for CADE to act separately and independently from other influential competition authorities.

REFERENCES

ATHAYDE, Amanda. Gun Jumping, controle prévio de estruturas e o Cade. **Revista do IBRAC**, v. 19, n. 22, p. 57-80, jul./dez. 2012.

BASILE, Juliano; LIMA, Vandson. Cade fica sem quórum mínimo para novos julgamentos. **Valor Econômico**, July 9, 2019. Available at: <https://valor.globo.com/empresas/noticia/2019/07/09/cade-fica-sem-quorum-minimo-para-novos-julgamentos.ghtml>. Accessed July 18, 2022.

BRADFORD, Anu. **The Brussels Effect: How the European Union Rules the World**. New York: Oxford University Press, 2020, p. 99-130.

BRAZIL. Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE). **Guia para análise da consumação prévia de atos de concentração econômica**. Brasília: Conselho Administrativo de Defesa Econômica, 2016.

BRAZIL. Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE). **Internal Regulation of the Administrative Council for Economic Defense – RICADE**. Brasília: Conselho Administrativo de Defesa Econômica, 2020. English version available at: <https://www.gov.br/cade/en/content-hubs/legislation/internal-regulation/internal-regulation-of-the-administrative-council-for-economic-defese-2013-ricade>. Accessed November 30, 2022.

BRAZIL. Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE). **Resolução nº 24, de 08 de julho de 2019**. Disciplina os procedimentos previstos nos §§ 3º e 7º do art. 88 da Lei nº 12.529, de 30 de novembro de 2011. Brasília: Conselho Administrativo de Defesa Econômica, 2019.

BRAZIL. **Lei nº 12.529, de 30 de novembro de 2011**. Estrutura o Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência [...] e dá outras providências. Brasília: Presidência da República, 2011. English version

available at: <https://www.gov.br/cade/en/content-hubs/legislation/laws/law-no-12-529-of-november-30-2011>. Accessed November 30, 2022.

BRAZIL. **Lei nº 8.884 , de 11 de junho de 1994**. Transforma o Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE) em Autarquia, dispõe sobre a prevenção e a repressão às infrações contra a ordem econômica e dá outras providências. Brasília: Presidência da República, 1994. English version available at: <https://www.gov.br/cade/en/content-hubs/legislation/laws/law-no-8-884-of-june-6-1994>. Accessed November 30, 2022.

CARVALHO, Vinicius Marques de. A Política de Defesa da Concorrência quatro anos depois: ainda em busca de melhores práticas? In: ____ (coord.). **A Lei 12.529/2011 e a Nova Política de Defesa da Concorrência**. São Paulo: Singular, 2015.

EUROPEAN UNION. **Council Regulation (EC) No 139/2004 of January 20 2004 on the control of concentrations between undertakings (the EC Merger Regulation)**. Available at: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=celex%3A32004R0139>. Accessed November 30, 2022.

HAN, Gru. **The Global Diffusion of Antitrust and Merger Control and Its Impact on Cross-Border Mergers and Acquisitions**. Doctoral dissertation, Harvard University, Graduate School of Arts & Sciences, 2020.

IBM. **IBM Completes Acquisition of Red Hat**. July 9, 2019. Available at: <https://www.ibm.com/investor/articles/ibm-completes-acquisition-of-red-hat>. Accessed July 17, 2022.

IBM. **IBM to acquire Red Hat, completely changing the cloud landscape and becoming #1 hybrid cloud provider**. October 28, 2018.

Available at: <https://www.ibm.com/investor/att/pdf/IBM-RED-HAT-Press-Release-10-2018.pdf>. Accessed July 17, 2022.

KEOHANE, David. Engie ‘welcomes’ improved Veolia offer for Suez stake. **Financial Times**: September 30, 2020. Available at: <https://www.ft.com/content/6b2d85e7-7035-4e94-80b6-e1e70d4c4f91>. Accessed July 18, 2022.

LIS, Laís; GARCIA, Gustavo. Senado aprova 4 indicações para o Cade; após 2 meses sem quórum, órgão poderá voltar a deliberar. **G1**, October 1st, 2019. Available at: <https://g1.globo.com/politica/noticia/2019/10/01/senado-aprova-quatro-indicacoes-para-o-cade-tribunal-esta-ha-mais-de-dois-meses-se-quorum.ghtml>. Accessed July 18, 2022.

MANFRINI, Sandra; RODRIGUES, Lorena. Governo retira nomes indicados por Moro e Guedes para compor Cade. **O Estado de São Paulo**, August 1st, 2019. Available at: <https://politica.estadao.com.br/noticias/geral,governo-retira-indicacoes-de-vinicius-klein-e-leonardo-bandeira-rezende-para-compor-cade,70002950450>. Accessed July 18, 2022.

OECD. **Policy Roundtables – Cartel Sanctions against Individuals**, 2005. Available at: https://www.oecd-ilibrary.org/governance/cartels-sanctions-against-individuals_clp-v9-art10-en. Accessed July 10, 2022.

OECD. **Suspensory Effects of Merger Notifications and Gun Jumping**. 2018. Available at: www.oecd.org/daf/competition/gun-jumping-and-suspensory-effects-of-merger-notifications.htm. Accessed July 11, 2022.

ORBACH, Barak. D&O Liability for Antitrust Violations. **Santa Clara Law Review**, Santa Clara, v. 59, n. 3, p. 527-559, 2020.

RED HAT. IBM Closes Landmark Acquisition of Red Hat for \$34 Billion; Defines Open, Hybrid Cloud Future. July 9, 2019. Available at: <https://www.redhat.com/en/about/press-releases/ibm-closes-landmark-acquisition-red-hat-34-billion-defines-open-hybrid-cloud-future>. Accessed July 17, 2022.

ROSENBERG, Barbara; BERARDO, José Carlos da Matta; BECKER, Bruno Bastos. Análise prévia de atos de concentração quatro anos depois: o que nós advogados aprendemos? In: CARVALHO, Vinícius Marques de (Org.). **A Lei 12.529/2011 e a Nova Política de Defesa da Concorrência.** São Paulo: Singular, 2016, pp. 159-180.

US DEPARTMENT OF JUSTICE ANTITRUST DIVISION. **Evaluation of Corporate Compliance Programs in Criminal Antitrust Investigations.** July 2019. Available at: <https://www.justice.gov/atr/page/file/1182001/download>. Accessed July 10, 2022.

VEOLIA. **Press release: Veolia acquires 29.9% of Suez's capital from Engie and confirms its intention to acquire control.** October 5, 2020. Available at: <https://www.veolia.com/en/newsroom/press-releases/veolia-acquires-299-suezs-capital-engie-and-confirms-its-intention-acquire>. Accessed July 17, 2022.

A CLÁUSULA DE ALTERAÇÃO MATERIAL ADVERSA: UMA ANÁLISE DO CASO TWITTER V. ELON R. MUSK COM BASE NA JURISPRUDÊNCIA DA COURT OF CHANCERY OF DELAWARE

Natália Villas Bôas Zanelatto (FGV, São Paulo)

Resumo: O presente trabalho aborda a evolução dos precedentes da *Court of Chancery of Delaware*, interpretando a Cláusula de Alteração Material Adversa (MAC), que possivelmente foram considerados pelas partes do caso *Twitter v. Elon R. Musk* ao definirem a sua estratégia na negociação do contrato de aquisição e no litígio. A Corte de Delaware promoveu uma virada interpretativa do tema em 2018, no caso *Akorn v. Frenesius*, ao admitir pela primeira vez o término de um contrato de aquisição com base na superveniência de uma MAC, considerando tais efeitos duradouros, dramáticos, inesperados e especificamente aplicados à empresa-alvo. Nos casos levados à Corte anteriormente, os efeitos adversos, porém de curto prazo, cíclicos e espalhados por todo o setor econômico, não foram considerados suficientes pela Corte para eximir os compradores arrependidos da obrigação de concluir a operação. Neste trabalho, são também analisados a Cláusula MAC e o histórico de negociação do contrato de aquisição do caso envolvendo o *Twitter*, os argumentos das partes na disputa e os elementos que possivelmente incentivaram os compradores a concluir a transação nos termos acordados no contrato de aquisição.

Abstract: This paper presents the evolution of the caselaw of the Court of Chancery of Delaware, interpreting the Clause of Material Adverse Change (MAC), that were possibly taken into consideration by the parties in the case *Twitter v. Elon R. Musk* when defining their strategy in the negotiation of the acquisition agreement and in the litigation. The Court of Delaware pivoted its interpretation of the matter in 2018, in the *Akorn v. Frenesius* case, by accepting for the first time the termination of an acquisition agreement based on a

supervening MAC, considering its long-term, dramatic, unexpected, and specifically applied to the target-company effects. In the cases brought to the Court previously, the effects, though adverse, were not considered sufficient to avoid regretful buyers from closing the transaction, as they were short-termed, cyclical, and spread through the industry. This paper also addresses the MAC Clause and the history of negotiation of the acquisition agreement of the case regarding Twitter, the issues presented by the parties of the dispute, and the elements that possibly encouraged buyers to close the transaction, as provided in the acquisition agreement.

Palavras-chave: Alteração material adversa; efeito material adverso; Tribunal de Delaware; Twitter; Elon Musk; contrato de aquisição; fusões e aquisições.

Keywords: Material adverse change; material adverse effect; Court of Delaware; Twitter; Elon Musk; acquisition agreement; mergers and acquisitions.

1. INTRODUÇÃO

Os contratos de compra e venda de ações e demais contratos que regulam operações de fusões e aquisições (compra e venda de ativos, contratos de fusões, de permuta de ações, dentre outros, doravante referidos apenas como “contratos de aquisição”) regulam a alocação de riscos do objeto adquirido e da transação entre o vendedor e o comprador. Além do objetivo de tratar do formato da operação e como ela se concretizará, o contrato de aquisição se destina a ajustar quem arcará com determinado risco do negócio após o fechamento da operação e em qual medida.

Conforme “Nota Prática” publicada pelos advogados da banca norte-americana Sullivan & Cromwell LLP, dentre eles Stephen Kotran, sócio líder do núcleo de M&A, em regra o comprador assume o maior risco em relação ao desempenho financeiro do negócio adquirido após o fechamento da operação pelo simples fato de o estar adquirindo. Assim, segundo a lição de Kotran, para atribuir ao vendedor parte de

referido risco e partindo do pressuposto de que o vendedor possui maior volume de informações sobre o negócio vendido, os contratos de aquisição lançam mão de diversas disposições típicas. Dentre estas, destacam-se (i) as declarações e garantias que o vendedor apresenta assegurando determinadas características do negócio até o fechamento da operação; (ii) as condições precedentes ao fechamento, incluindo aí as obrigações do vendedor que condicionam a concretização da operação (como, por exemplo, a obrigação de conduzir os negócios conforme o seu curso ordinário entre a assinatura do contrato e o fechamento da operação, ou a obrigação de obter a autorização da autoridade antitruste); (iii) as obrigações de indenização do vendedor em caso de descumprimento das obrigações estabelecidas no contrato; e (iv) os direitos de término do contrato por parte do comprador¹⁷¹.

Apenas detalhando os exemplos acima, confere-se ao comprador o direito de se recusar a concretizar o fechamento caso observe que alguma declaração conferida pelo vendedor sobre o negócio era falsa; ou aceite o fechamento, mas exija uma garantia complementar do vendedor em relação à eventual contingência descoberta. Desta forma, atribui-se parte do risco do negócio e da operação ao vendedor, nos limites das disposições típicas acordadas.

2. A ALOCAÇÃO DE RISCO POR MEIO DA CLÁUSULA MAC

É neste contexto que se insere a cláusula de alteração material adversa ou efeito material adverso (do inglês *material adverse change* ou *material adverse effect*, e referidas neste trabalho indistintamente como alteração material adversa ou “MAC”). Trata-se de disposição típica que atribui ao vendedor o risco de algum evento se impor sobre o negócio entre a assinatura e o fechamento da operação, que tenha

171 KOTRAN, Stephen M.; MURISON, Lisa A.; MACDONALD, Allison H. Sullivan & Cromwell LLP. **Material Adverse Change Provisions: Mergers and Acquisitions**. Thomson Reuters: Practical Law Company, p. 1. Disponível <http://us.practicallaw.com/9-386-4019>. Acesso em 14/07/2023.

ou que, em algum momento no futuro, possa ter um efeito material adverso sobre o negócio.

Em outros termos, e seguindo a lição de Jorge Cesa Ferreira da Silva, a cláusula MAC confere à parte beneficiária, em razão de uma alteração adversa significativa, como a extinção de contratos essenciais à atividade da empresa-alvo, ou ainda o aumento significativo do endividamento, o direito de extinguir o contrato (efeito típico) ou à revisão contratual, com ou sem negociação (efeito menos comum)¹⁷². Reconhece-se, contudo, que diante do peso que a extinção contratual pode impor às partes, este pode abrir caminho para que elas renegociem o contrato¹⁷³.

Olhando sob ainda outro prisma, Judith Martins-Costa e Paula Costa e Silva qualificam a cláusula MAC na categoria de *deal stopping clauses*, na medida em que elas afastam a vinculação obrigacional se determinados eventos perturbarem a sua execução. Ela, portanto, aloca o risco relacionado a eventos não controláveis pelas partes, atrelados à mudança do quadro fático pressuposto pelos contratantes ao estabelecerem o conteúdo do contrato durante o período entre “assinatura” e “fechamento” do contrato de aquisição¹⁷⁴.

A cláusula de MAC, no contexto estratificado dos contratos de aquisição, normalmente adota a forma de uma condição precedente, autorizando o comprador a recusar-se a concretizar a transação se houver um efeito material adverso entre uma determinada data acordada e o fechamento, normalmente a assinatura do contrato de aquisição ou a data do último balancete auditado. Alternativamente, a cláusula de MAC pode se fazer presente como uma declaração do

172 Concordam com esta função dupla: MARTINS-COSTA, Judith, SILVA, Paula Costa. **Crise e Perturbações no Cumprimento da Prestação: estudo de direito comparado luso-brasileiro**. São Paulo: Quartier Latin, 2020, p. 134 e SCHREIBER, Anderson. **Equilíbrio contratual e o dever de renegociar**. São Paulo: Saraiva, 2018, p. 317.

173 DA SILVA, Jorge Cesa Ferreira: Cláusulas MAC ou MAE no Direito Brasileiro. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von; PEREIRA, Rafael Setoguti Julio (coord.). **Fusões e Aquisições (M&A)**. São Paulo: Quartier Latin, 2022, p. 386-387.

174 MARTINS-COSTA, Judith, SILVA, Paula Costa. **Crise e Perturbações no Cumprimento da Prestação: estudo de direito comparado luso-brasileiro**. São Paulo: Quartier Latin, 2020, p. 127.

vendedor de que o negócio alienado não sofreu um efeito material adverso entre a data-base referida e o fechamento, aliada à condição precedente de que, caso tal declaração não seja verdadeira no momento do fechamento, o comprador poderá recusar-se a concluir a transação. É possível, também, que o contrato de aquisição utilize ambas as disposições, e a partir delas faça referência ao conceito de efeito material adverso acordado entre as partes¹⁷⁵.

Não obstante o objetivo de alocar parte do risco do negócio e da transação ao vendedor, historicamente a interpretação da cláusula MAC pelos Tribunais norte-americanos se deu de forma estrita, conduzindo ao entendimento da comunidade de M&A de que tal disposição contratual típica proporcionava proteção bastante limitada ao comprador. Foi o que se deu nos casos envolvendo as companhias IBP e Hexion, julgados pela *Delaware Chancery Court* em 2001 e 2008, respectivamente, e apresentados a seguir.

3. A INTERPRETAÇÃO ESTRITA DA CLÁUSULA MAC – IN RE IBP, INC. SHAREHOLDERS LITIGATION CASE (2001) E HEXION SPECIALTY CHEMICALS, INC V. HUNTSMAN CORP. (2008)

No caso julgado pela *Delaware Chancery Court* em 2001, a companhia Tyson Foods pretendia terminar o contrato de fusão com a IBP com base no fundamento de que a IBP teria violado a sua declaração e garantia de que não tinha sofrido uma alteração material adversa. Para justificar tal término, a Tyson Foods sustentou que houve um declínio de performance financeira no último trimestre de 2000 e no primeiro trimestre de 2001, em comparação ao último balanço revelado na operação, além das irregularidades contábeis descobertas em uma das subsidiárias da IBP¹⁷⁶.

175 KOTRAN, Stephen M.; MURISON, Lisa A.; MACDONALD, Allison H. Sullivan & Cromwell LLP. **Material Adverse Change Provisions: Mergers and Acquisitions**. Thomson Reuters: Practical Law Company, p. 2. Disponível em <http://us.practicallaw.com/9-386-4019>. Acesso em 14/07/2023.

176 In re IBP, INC. Shareholders Litigation, 789 A,2d, 14 (Del. Ch. 2001) Disponível em <https://case-law.vlex.com/vid/in-re-ibp-inc-889891188>. Acesso em 22/08/2023.

No entanto, o Tribunal entendeu que, mesmo quando uma cláusula MAC é elaborada em favor do comprador, ela deve ser interpretada apenas como uma barreira para proteger o comprador da ocorrência de eventos desconhecidos. Parte-se do pressuposto de que, se uma parte tem conhecimento de determinado risco e não o endereçou no contrato, o Tribunal poderá inferir que tal risco não foi considerado pelo comprador como relevante para constituir uma MAC. Nesta linha, o Tribunal observou que os balanços da IBP demonstravam ser esta consistentemente lucrativa, mas sujeita a fortes variações no EBIT anual e no resultado líquido, o que era de conhecimento do comprador, e que para uma alteração ser material, ela deveria “substancialmente ameaçar o resultado total potencial da empresa-alvo”. A despeito de não considerar as variações apontadas como suficientes para constituir uma MAC, o Tribunal não determinou qual variação “substancialmente ameaçaria o resultado” a tal ponto. Ainda, quanto à duração da alteração, o Tribunal considerou que uma companhia é adquirida como parte de uma estratégia de longo prazo, de forma que uma alteração de curto prazo no seu resultado não poderia constituir uma MAC, sugerindo que um período relevante seria medido em anos e não em meses¹⁷⁷. Como resultado, em decisão atribuindo um remédio pouco usual à Corte, esta conferiu o direito à execução específica da obrigação de fechamento aos vendedores, obrigando a Tyson Foods à aquisição e pagamento do preço¹⁷⁸.

Seguindo esta mesma linha em 2008, a *Delaware Chancery Court* entendeu não se tratar de uma MAC a alteração ocorrida na companhia Huntsman no caso *Hexion Specialty Chemicals v. Huntsman Corp.*,

177 KOTRAN, Stephen M.; MURISON, Lisa A.; MACDONALD, Allison H. Sullivan & Cromwell LLP. **Material Adverse Change Provisions: Mergers and Acquisitions**. Thomson Reuters: Practical Law Company, p. 3. Disponível em <http://us.practicallaw.com/9-386-4019>. Acesso em 14/07/2023.

178 Listokin, Yair, **The Empirical Case for Specific Performance: Evidence from the Tyson-Ibp Litigation** (1º de março de 2005). Disponível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=679874>. Acesso em 13/09/2023.

apesar da pretensão da compradora Hexion de terminar o contrato de aquisição com base na cláusula MAC¹⁷⁹.

Neste caso, a Hexion sustentou que a Huntsman falhou em alcançar as projeções financeiras apresentadas, e o Tribunal interpretou não se tratar de uma MAC com base nos seguintes princípios: (i) o ônus da prova em comprovar que o evento constitui uma MAC recai sobre a parte que a invoca a respectiva cláusula, fazendo referência ao caso IBP, exceto se as partes houverem contratado expressamente em sentido diverso sobre tal ônus; (ii) o período da MAC deve ser “comercialmente razoável”, medindo-se em anos e não em meses; (iii) tendo em vista o pressuposto de que o Tribunal entendeu não haver uma MAC, deixou de analisar as exceções à MAC listadas na cláusula – no presente caso, caracterizaria uma MAC a desproporcionalidade dos efeitos da alteração material adversa entre a companhia-alvo e as demais empresas do setor químico; (iv) análise de uma MAC deve considerar a empresa-alvo e suas subsidiárias como um todo, e não focar em divisões específicas desta que tenham sido especialmente impactadas; (v) as exceções listadas nas declarações e garantias se sobrepõem à MAC, de forma que o simples fato de projeções não terem sido garantidas afastaria a existência de uma alteração material em relação a elas; (vi) o critério de medida mais adequado para análises financeiras, em uma *cash acquisition*, é o EBITDA em comparação ao EPS (*earnings per share*); (vii) a comparação de resultados financeiros deveria ser realizada com base no mesmo período do ano anterior, o que neste caso não sustentaria a existência de uma MAC no caso em apreço; (viii) a terminologia da cláusula de MAC considerava que o desempenho futuro da empresa-alvo deveria ser analisada com o que “razoavelmente se esperaria” que ela apresentaria e, considerando tal critério e as projeções, seria razoável esperar que estavam de acordo com as estimativas previstas. Assim, não havia motivo para

179 Hexion Specialty Chemicals v. Huntsman Corp., 2008 WL 445744 (Del. Ch. Sept. 29, 2008). Disponível em <https://courts.delaware.gov/Opinions/Download.aspx?id=112500>. Acesso em 22/08/2023.

“razoavelmente se esperar” que não fossem alcançadas, afastando a MAC¹⁸⁰.

Eric Talley, Professor da Universidade de Columbia, em artigo publicado no *Delaware Journal of Corporate Law*, comenta que a decisão não foi surpreendente ao censurar a conduta da Hexion, tendo em vista que as partes firmaram o contrato sabendo que este envolvia riscos e ainda assim escolheram celebrá-lo de forma célere e em termos relativamente *seller-friendly*, beneficiando os vendedores da Huntsman. Portanto, liberar a Hexion de suas obrigações seria violar a própria alocação de riscos manifestada pelas partes na transação.¹⁸¹

Não obstante a interpretação estrita conferida pela *Delaware Chancery Court* nestes dois casos, em 2018 este mesmo órgão emitiu a primeira decisão reconhecendo a existência de uma MAC e autorizando o término do contrato de aquisição no caso *Akorn v. Frenesius*. Tal decisão foi extremamente relevante porque, como esclarecem Richard Slack e Joshua M. Glasser, advogados da banca norte-americana Weil, Gotshal & Manges LLP, desde o posicionamento em *Hexion Specialty Chemicals v. Huntsman Corp.*, a comunidade de M&A entendia que os Tribunais nunca reconheceriam a existência de uma MAC, tendo tal virada conferido maior substrato para a negociação da cláusula MAC e, na dúvida quanto ao surgimento de uma MAC, embasamento para eventual renegociação de preço considerando o risco de término do contrato¹⁸². Passaremos à análise dos fundamentos de referida decisão a seguir.

180 KOTRAN, Stephen M.; MURISON, Lisa A.; MACDONALD, Allison H. Sullivan & Cromwell LLP. **Material Adverse Change Provisions: Mergers and Acquisitions**. Thomson Reuters: Practical Law Company, p. 5-6. Disponível em <http://us.practicallaw.com/9-386-4019>. Acesso em 14/07/2023.

181 TALLEY, Eric L., **On Uncertainty, Ambiguity, and Contractual Conditions**. *Delaware Journal of Corporate Law (DJCL)*, Vol. 34, No. 3, 2009, UC Berkeley Public Law Research Paper No. 1503088, p. 757. Disponível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1503088>. Acesso em 13/09/2023.

182 GLASSER, Joshua M., SLACK, Richard. *The Material Adverse Effect Landscape after Akorn v. Frenesius*. *Weil Securities Litigation Alert*, Weil, Gotshal & Manges LLP, October 30, 2018, p. 1. Disponível em https://www.weil.com/~media/mailings/2018/q3/securities_litigation_alert_18_10_30_02.pdf Acesso em 22/08/2023.

4. A VIRADA INTERPRETATIVA NO CASO AKORN V. FRENESIUS (2018)

Ainda que sujeita a recurso, cujas razões já foram apresentadas pela Akorn, a decisão de 246 páginas emitida pela *Court of Chancery* reconheceu o direito da Fresenius de terminar o contrato de aquisição com base na superveniência de uma MAC.

Na introdução da decisão, a Corte já pontuou a diferença deste caso em relação aos demais, nos seguintes termos:

“In prior cases, this court has correctly criticized buyers who agreed to acquisitions, only to have second thoughts after cyclical trends or industrywide effects negatively impacted their own businesses, and who then filed litigation in an effort to escape their agreements without consulting with the sellers. In these cases, the buyers claimed that the sellers had suffered contractually defined material adverse effects under circumstances where the buyers themselves did not seem to believe their assertions.

This case is markedly different. Fresenius responded to a dramatic, unexpected, and company-specific downturn in Akorn’s business that began in the quarter after signing. After consulting with Akorn about the reasons for the decline and receiving unconvincing answers, Fresenius appropriately began evaluating its contractual rights under the Merger Agreement. While doing so, Fresenius continued to move forward with the transaction. Later, Fresenius received whistleblower letters that made alarming allegations about data integrity issues at Akorn. Once again, Fresenius consulted with Akorn, then relied on an informational access covenant in the Merger Agreement to conduct an investigation. That too was proper, because buyers obtain informational rights so they can continue to evaluate the seller after signing and determine whether to close. (...)

Any second thoughts that Fresenius had about the Merger Agreement were justified by unexpected events at Akorn. The parties agreed to provisions in the Merger Agreement that addressed those events, and Fresenius properly exercised its rights under those provisions. As a result, the Merger Agreement terminated on April 22, 2018¹⁸³.

Os fatos do caso podem ser resumidos da seguinte forma: em abril de 2017 a Fresenius Kabi AG, empresa alemã do setor farmacêutico, obrigou-se a adquirir a companhia-alvo Akorn, Inc, empresa americana do setor farmacêutico com sede em Illinois e constituída na Louisiana. No mesmo dia em que as partes firmaram o contrato de aquisição, a Akorn reafirmou as suas expectativas futuras de resultados financeiros a pedido da Fresenius. Contudo, no segundo trimestre de 2017 os resultados da Akorn caíram substancialmente, tendo o seu CEO atribuído tal queda à concorrência inesperada e à perda de um contrato-chave. Apesar de assegurado à Fresenius que a queda seria temporária, o cenário se acentuou em julho e agosto de 2018, conduzindo a compradora à preocupação da ocorrência de uma MAC em setembro.

Além disso, em outubro e novembro de 2017 a Fresenius havia recebido cartas de denúncias anônimas revelando a violação de obrigações regulatórias no desenvolvimento de produtos da Akorn e no seu processo de qualidade, colocando em xeque as declarações e garantias emitidas quanto ao cumprimento de normas regulatórias e o exercício regular de suas atividades (*ordinary course of business*). Tais denúncias culminaram em uma investigação por parte da Fresenius que comprovou a violação de que suspeitava, o que razoavelmente poderia se esperar que resultaria em uma MAC.

A *Court of Chancery* decidiu que a Fresenius terminou o contrato de aquisição validamente tendo em vista que as declarações e garantias

183 Court of Chancery. *Akorn v. Fresenius* (Del. Ch. 2018), p. 5-6 Disponível em <https://courts.delaware.gov/Opinions/Download.aspx?id=279250>. Acesso em 22/08/2023.

emitidas pela Akorn não eram verdadeiras e corretas, e a magnitude da imprecisão poderia ensejar, em uma razoável expectativa, em uma alteração material adversa. Neste caso, a Corte analisou se a magnitude da queda nos resultados da Akorn era material, tendo se baseado nos precedentes de IBP e Hexion, anteriormente referidos, indicando que “[a] short-term hiccup in earnings should not suffice; rather the Material Adverse Effect should be material when viewed from the longer-term perspective of the reasonable acquiror”¹⁸⁴. Seguindo este raciocínio, concluiu-se que a Fresenius comprovou que o desempenho financeiro da Akorn teve um declínio relevante desde a assinatura do contrato de aquisição e que os motivos para tal declínio teriam uma duração significativa (concorrência e perda de contratos relevantes). Quanto ao volume das quedas, o Tribunal observou que houve queda em todas as métricas financeiras nos quatro trimestres em comparação ao trimestre respectivo do ano anterior – declínios superiores a 25% em faturamento, quedas nas receitas operacionais superiores a 80% (alcançando até 292%); quedas no EPS (*earnings per share*) acima de 95% (alcançando até 300%). Tais reduções, além de relevantes, contrastavam sobretudo com o crescimento anual registrado nos cinco anos anteriores¹⁸⁵.

Adicionalmente, considerou-se que a Akorn violou a sua obrigação de manter verdadeiras as suas declarações e garantias de cumprimento de obrigações regulatórias até a data do fechamento, efetuando uma análise qualitativa e quantitativa de tal violação para verificar se seria razoável se esperar que ela ensejaria uma MAC. A Corte observou, com relação aos aspectos qualitativos dos problemas regulatórios, haver provas surpreendentes de violações regulatórias e problemas de compliance generalizados. As questões quantitativas diziam respeito aos potenciais impactos econômicos das violações regulatórias que, segundo os assistentes técnicos das partes, ensejariam uma redução no valor de mercado de 21% em relação à avaliação que embasou o preço da aquisição, de USD 4,3 bilhões, acarretando uma

184 *Ibid.*, p. 129.

185 *Ibid.*, p. 135.

alteração material considerando a perspectiva de longo prazo de um comprador razoável.

Finalmente, a *Court of Chancery* entendeu ter havido o descumprimento da condição precedente pela Akorn de manter o exercício regular de suas atividades entre a assinatura e o fechamento ao: (i) cancelar as auditorias regulares das quatro plantas e implementar auditorias pontuais; (ii) instruir a equipe de TI para não investir recursos em projetos de integridade de dados; (iii) submeter dados falsos à FDA (Food and Drug Administration – Federal Authority); e (iv) não responder de forma responsiva e crível às denúncias anônimas apresentadas¹⁸⁶.

Portanto, conforme observa Jorge Lessa Ferreira da Silva, tem-se que a materialidade, isto é, a relevância dos fatos do caso e os seus efeitos foram cuidadosamente analisados pela Corte, que considerou igualmente a conduta do adquirente em esforçar-se em manter a transação antes de requerer o seu término, afastando a interpretação de que se trataria de comportamento oportunista de um comprador arrependido da operação¹⁸⁷.

Ao fixar tal precedente, a Corte estabeleceu novos parâmetros a serem observados em demandas em que for invocada a existência de uma MAC, os quais serão explorados em detalhes na análise do caso *Twitter, Inc. v. X Holdings I, Inc, X Holdings II, Inc. e Elon R. Musk*.

5. PRINCIPAIS FATOS DO CASO TWITTER, INC. V. ELON R. MUSK, X HOLDINGS I, INC., AND X HOLDINGS II, INC.

Em 25 de abril de 2022, Twitter, Inc. (“Twitter”) firmou o *Agreement and Plan of Merger* (“Contrato de Aquisição” ou apenas “Contrato”) com X Holdings I, Inc. (“Holding”), X Holdings II, Inc., uma subsidiária detida exclusivamente pela Holding (“Subsidiária”) e Elon

¹⁸⁶ *Ibid.*, p. 216-222.

¹⁸⁷ DA SILVA, Jorge Cesa Ferreira: Cláusulas MAC ou MAE no Direito Brasileiro. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von; PEREIRA, Rafael Setoguti Julio (coord.). **Fusões e Aquisições (M&A)**. São Paulo: Quartier Latin, 2022, p. 391.

R. Musk (referidos neste texto como “compradores” ou “Sr. Musk”). Nos termos do Contrato de Aquisição, a Subsidiária seria incorporada pelo Twitter, de forma que este sobreviveria à operação, e passaria a ser detido exclusivamente pela Holding que, por sua vez, é detida exclusivamente pelo Sr. Musk.

À época da assinatura, o Conselho de Administração do Twitter entendeu por unanimidade que as operações previstas no Contrato de Aquisição eram no melhor interesse da companhia-alvo e de seus acionistas, aprovando-as. O Conselho igualmente recomendou que os acionistas votassem no sentido de aprovar a operação. Além disso, conforme o Contrato de Aquisição, cada ação emitida pelo Twitter seria cancelada e convertida no direito do acionista de receber o preço de USD 54,20 em espécie (o “Preço de Aquisição”)¹⁸⁸.

No entanto, em 8 de julho de 2022 os compradores enviaram ao Twitter uma notificação formal de término do Contrato de Aquisição com base nos seguintes fundamentos: (i) violação das condições precedentes de compartilhamento de informações e de cooperação para obtenção de financiamento para a aquisição, diante da falha e recusa do Twitter de revelar dados relacionados às contas falsas na sua plataforma, as quais, segundo os compradores, eram fundamentais para o negócio da empresa-alvo e para o seu desempenho financeiro; (ii) imprecisão das declarações e garantias ao afirmar que o volume de contas falsas da plataforma informada pelo Twitter à *U.S. Securities and Exchange Commission* (SEC) seria inferior a 5% no período do primeiro trimestre de 2022, tendo os compradores encontrado indícios de serem volumes muito superiores, o que possivelmente resultaria em uma MAC; e (iii) falha em obter aprovação prévia antes de alterar o curso normal dos seus negócios ao demitir três empregados-chave e

188 *Merger Agreement* entre Twitter, Inc. e X Holdings I, Inc, X Holdings II, Inc. e Elon R. Musk. U.S. Securities and Exchange Commission. FORM 8-K. *Current Report*, p. 2. Disponível em <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1418091/000119312522120474/d310843ddefa14a.htm>. Acesso em 23/08/2023.

de alto escalão, congelar as contratações de forma geral e não ter êxito em reter pessoas estratégias para a operação¹⁸⁹.

O Twitter, então, apresentou uma *Complaint* à Chancery Court of Delaware requerendo uma ordem de execução específica do Contrato de Aquisição, de forma a obrigar os compradores a concretizar a operação nos termos acordados em referido instrumento. Em síntese, o Twitter confere destaque ao histórico da negociação do Contrato de Aquisição, envolvendo uma proposta de preço pública e não-solicitada apresentada pelos compradores, com condição *take-it-or-leave-it*, mas bastante vantajosa aos acionistas do Twitter ao conferir prêmio de 38% sobre o valor da ação no mercado; uma minuta *seller friendly* oferecida pelo Sr. Musk ao Conselho do Twitter, com o objetivo de facilitar a sua aceitação, e negociações no curso de uma noite em que o Twitter inseriu ainda maiores proteções contratuais para garantir que a operação seria concretizada, de forma a proteger os seus acionistas¹⁹⁰. O enfoque, portanto, deu-se na pressão do Sr. Musk de firmar um acordo de forma célere e nos seus termos, tendo concordado e mesmo proposto de antemão condições benéficas aos acionistas vendedores.

Contudo, conforme sustenta o Twitter, de forma oportunística e sem fundamento contratual ou fático, o Sr. Musk buscava esquivar-se do fechamento da operação em razão da redução generalizada dos preços das ações no mercado e, nos termos noticiados pelo *Wall Street Journal*, na queda acima de USD 100 bilhões no valor da participação deste na Tesla, âncora de seu patrimônio pessoal¹⁹¹.

Neste sentido, o Twitter rebate as alegações dos compradores nos seguintes termos: (i) o Twitter não teria violado as condições precedentes de compartilhamento de informações ou de cooperação para obtenção de financiamento, na medida em que forneceu até mais

189 *Formal Notice of termination* enviada por X Holdings I, Inc, X Holdings II, Inc. e Elon R. Musk ao Twitter, Inc. Disponível em https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1418091/000110465922078413/tm2220599d1_ex99-p.htm. Acesso em 23/08/2023.

190 *Complaint* apresentada à *Court of Chancery of Delaware* pelo Twitter, Inc. em face de X Holdings I, Inc, X Holdings II, Inc. e Elon R. Musk, p. 9-12. Disponível em <https://www.documentcloud.org/documents/22084462-twitter-v-elon-musk-complaint>

191 *Ibid.*, p. 3.

informações do que seria obrigado nos termos do Contrato de Aquisição, que prevê uma obrigação estrita de revelação de informações para fins de viabilizar o fechamento da operação, e não de autorizar uma *due diligence* que teria sido dispensada de antemão pelos compradores antes da assinatura; (ii) as declarações e garantias não são imprecisas, e não haveria sequer que se falar em alteração material adversa, na medida em que a notificação formal de término dos compradores apenas tratava de uma “crença” de que haveria tais efeitos a partir de uma “análise preliminar” dos dados sobre as contas falsas, e que uma MAC apenas poderia se dar após a comprovação de requisitos extraordinariamente difíceis – e inexistentes no presente caso; e (iii) não houve alteração no curso normal dos negócios em relação à saída voluntária de determinados funcionários e demissões, que foram devidamente avisadas ao Sr. Musk. Adicionalmente, o próprio Sr. Musk teria diversas vezes se dirigido ao Conselho e publicamente expressado a sua preocupação com o volume de funcionários do Twitter, tendo encorajado a administração a diminuir custos neste setor. Somaram-se a tais argumentos o fato de que o Sr. Musk teria se recusado a discutir o programa de retenção de talentos proposto pelo Twitter. Por fim, o Twitter incluiu no Contrato de Aquisição cláusula específica que o autorizava a realizar demissões sem precisar de consentimento prévio do Sr. Musk – tendo o pedido de consentimento acima referido sido feito por engano¹⁹².

Especificamente acerca da questão focal das contas falsas, o Twitter reforçou, ainda, que o Sr. Musk tinha conhecimento da existência de contas falsas no Twitter e que a sua aquisição da plataforma tinha como um dos objetivos melhorar as ferramentas para eliminá-las, tendo ele publicamente se posicionado neste sentido¹⁹³.

Em 27 de outubro de 2022, antes do início do procedimento de julgamento do caso, os compradores concluíram a aquisição nos termos estabelecidos no Contrato de Aquisição, possivelmente ponderando sua chance de perda no litígio diante dos argumentos

192 *Ibid.*, p. 7-55.

193 *Ibid.*, p. 27.

apresentados pelo Twitter e os precedentes da Corte de Delaware¹⁹⁴. Diante disso, passaremos à análise da cláusula MAC do caso e as alegações das partes a seu respeito.

6. AS DISCUSSÕES ENVOLVENDO A CLÁUSULA MAC

A notificação formal de término apresentada pelos compradores foi bastante breve sobre a existência de uma alteração material adversa no Twitter, indicando tratar-se de argumento adicional ao pedido de término do Contrato e conduzindo à interpretação de que o principal fundamento seria o descumprimento das condições precedentes de compartilhamento de informações, de cooperação e de curso ordinário dos negócios. De toda forma, seguindo a linha do anteriormente exposto neste trabalho, a cláusula MAC é associada ao descumprimento das declarações e garantias, as quais condicionam a obrigação dos compradores de concluir a transação (condições para o fechamento). Neste sentido, os compradores sustentaram que a declaração e garantia imprecisa relacionada ao volume de contas falsas poderia causar, ou poder-se-ia razoavelmente esperar que causaria uma alteração material adversa. Isso porque, conforme sustentou o Sr. Musk, a contagem de usuários é um componente-chave do negócio, que tem 90% da sua receita oriunda de anúncios publicitários. Adicionalmente, os compradores afirmaram que estavam analisando se a queda no desempenho financeiro do Twitter e revisão de estimativas futuras também poderia constituir uma segunda alteração material adversa, ensejando um argumento adicional para término. De toda forma, não detalharam ou demonstraram tal suposta redução de desempenho financeiro atrelada às contas falsas.

A Cláusula cuja violação é referida no Contrato é a 7.2 *Conditions to the Obligations of Parent and Acquisition Sub*, alínea (b)(i), e estabelece como condição para a obrigação de conclusão do Contrato pelos

194 Conforme notícia amplamente divulgada em veículos, a exemplo daquela disponível em <https://www.nytimes.com/2022/10/27/technology/elon-musk-twitter-deal-complete.html>. Acesso em 26/08/2023.

compradores que todas as declarações e garantias contidas no Contrato sejam verdadeiras e corretas até a data do fechamento e não tenham causado uma alteração material adversa¹⁹⁵. Seguindo este raciocínio, a declaração e garantia que teria sido quebrada seria aquela relacionada à precisão das informações prestadas à SEC quanto às contas falsas e *spam*, referida na Cláusula 4.6, denominada *Company SEC Documents; Financial Statements*, alínea (a).¹⁹⁶.

O Twitter, em resposta, destacou que negociou justamente a cláusula MAC para limitar as hipóteses em que os compradores poderiam evitar o fechamento, excluindo do conceito de alteração material adversa eventos que se aplicassem ao mercado ou à indústria em geral, bem como quedas no valor das ações e sua performance financeira e, especialmente, aspectos revelados pela companhia à SEC, exceto aqueles que dissessem respeito aos “Fatores de Risco” e

195 Conforme se extrai do texto do Contrato: “[...] (b) (i) each of the representations and warranties of the Company contained in this Agreement (except for the representations and warranties contained in Section 4.2(a) and Section 4.2(b)), without giving effect to any materiality or “Company Material Adverse Effect” qualifications therein, shall be true and correct as of the Closing Date (except to the extent such representations and warranties are expressly made as of a specific date, in which case such representations and warranties shall be so true and correct as of such specific date only), except for such failures to be true and correct as would not have a Company Material Adverse Effect; and (ii) each of the representations and warranties contained in Section 4.2(a) and Section 4.2(b) shall be true and correct in all material respects as of the Closing Date (except to the extent such representations and warranties are expressly made as of a specific date, in which case such representations and warranties shall be so true and correct in all material respects as of such specific date only)”. *Ibid.* p. 60.

196 Conforme se extrai do texto do Contrato: “[...] (a) Since January 1, 2022, the Company has filed or furnished with the SEC all material forms, documents and reports required to be filed or furnished prior to the date of this Agreement by it with the SEC (such forms, documents and reports filed with the SEC, including any amendments or supplements thereto and any exhibits or other documents attached to or incorporated by reference therein, the “Company SEC Documents”). As of their respective dates, or, if amended or supplemented, as of the date of the last such amendment or supplement, the Company SEC Documents complied in all material respects with the requirements of the Securities Act and the Exchange Act, as the case may be, and the applicable rules and regulations promulgated thereunder, and none of the Company SEC Documents at the time it was filed (or, if amended or supplemented, as of the date of the last amendment or supplement) contained any untrue statement of a material fact or omitted to state any material fact required to be stated therein or necessary to make the statements therein, in light of the circumstances under which they were made, or are to be made, not misleading”. *Ibid.* p. 25.

“Declarações para o Futuro”, os quais não incluem o tema relacionado à quantidade de contas falsas.

O conceito de alteração material adversa previsto no Contrato de Aquisição foi acordado conforme segue, estabelecendo uma definição geral relativamente ampla, mas limitada pela longa e detalhada lista de *carve outs* do conceito:

“Company Material Adverse Effect” means any change, event, effect or circumstance which, individually or in the aggregate, has resulted in or would reasonably be expected to result in a material adverse effect on the business, financial condition or results of operations of the Company and its Subsidiaries, taken as a whole; provided, however, that changes, events, effects or circumstances which, directly or indirectly, to the extent they relate to or result from the following shall be excluded from, and not taken into account in, the determination of Company Material Adverse Effect: (i) **any condition, change, effect or circumstance generally affecting any of the industries or markets in which the Company or its Subsidiaries operate;** (ii) any change in any Law or GAAP (or changes in interpretations of any Law or GAAP); (iii) general economic, regulatory or political conditions (or changes therein) or conditions (or changes therein) in the financial, credit or securities markets (including changes in interest or currency exchange rates) in the United States or any other country or region in the world; (iv) any acts of God, force majeure events, natural disasters, terrorism, cyberattack, data breach, armed hostilities, sabotage, war or any escalation or worsening of any of the foregoing; (v) any epidemics, pandemics or contagious disease outbreaks (including COVID-19) and any political or social conditions, including civil unrest, protests and public demonstrations or any other COVID-19 Measures that relate to, or arise out of, an epidemic, pandemic or disease outbreak (including COVID-19)

or any change in such COVID-19 Measures, directive, pronouncement or guideline or interpretation thereof, or any continuation or of any of the foregoing, in the United States or any other country or region in the world; (vi) the negotiation, execution, announcement, performance, consummation or existence of this Agreement or the transactions contemplated by this Agreement, including (A) by reason of the identity of Elon Musk, Parent or any of their Affiliates or their respective financing sources, or any communication by Parent or any of its Affiliates or their respective financing sources, including regarding their plans or intentions with respect to the conduct of the business of the Company or any of its Subsidiaries and (B) any litigation, claim or legal proceeding threatened or initiated against Parent, Acquisition Sub, the Company or any of their respective Affiliates, officers or directors, in each case, arising out of or relating to the this Agreement or the transactions contemplated by this Agreement, and including the impact of any of the foregoing on any relationships with customers, suppliers, vendors, collaboration partners, employees, unions or regulators; (vii) any action taken pursuant to the terms of this Agreement or with the consent or at the direction of Parent or Acquisition Sub (or any action not taken as a result of the failure of Parent to consent to any action requiring Parent's consent pursuant to Section 6.1); (viii) **any changes in the market price or trading volume of the Company Common Stock, any failure by the Company or its Subsidiaries to meet internal, analysts' or other earnings estimates or financial projections or forecasts for any period, any changes in credit ratings and any changes in any analysts' recommendations or ratings with respect to the Company or any of its Subsidiaries (provided that the facts or occurrences giving rise to or contributing to such changes or failure that are not otherwise excluded from the definition of**

“Company Material Adverse Effect” may be taken into account in determining whether there has been a Company Material Adverse Effect); and (ix) any matter disclosed in the Company SEC Documents filed by the Company prior to the date of this Agreement (other than any disclosures set forth under the headings “Risk Factors” or “Forward-Looking Statements”)¹⁹⁷. (Grifo nosso)

Reforça, neste sentido, que sendo o Contrato de Aquisição negociado em bases *seller-friendly*, foram diversas as exclusões ao conceito de alteração material adversa aceitas pelos compradores, de forma que eventual falha em alcançar as projeções financeiras não seria suficiente para autorizar o término do Contrato, exceto se esta resultasse de uma alteração material adversa independente. Além disso, para fins argumentativos, o Twitter sustentou que eventual empecilho no financiamento do Preço de Aquisição não poderia escusar o fechamento por parte dos compradores, tampouco a exigência de uma *due diligence*, diante da disposição expressa no Contrato de Aquisição de que os compradores conduziram uma investigação independente e satisfatória e que, ao determinar o seu interesse na transação, basearam-se apenas na sua análise independente. Ainda, foram excluídas quaisquer declarações e garantias implícitas, além daquelas expressamente realizadas pela companhia-alvo.

7. A ANÁLISE DOS PRECEDENTES VIS-À-VIS O CASO TWITTER, INC. V. ELON R. MUSK

Nos casos anteriormente analisados pela *Chancery Court* relacionados à alteração material adversa, a Corte não reconheceu haver justificativa ao término do respectivo contrato de aquisição em situações em que o comprador simplesmente se arrependia da operação após tendências negativas, porém cíclicas e previsíveis, ou

¹⁹⁷ *Ibid.* p. 5.

efeitos negativos que se impusessem não apenas sobre a empresa-alvo, mas sobre todo o mercado em que ela se encontrava. Além disso, estabeleceu-se que um “soluço” de curto prazo nos resultados financeiros não seria suficiente, devendo-se analisar a alteração material adversa sob a perspectiva de longo prazo de um adquirente razoável. A intenção do Tribunal era, portanto, de desencorajar iniciativas de compradores arrependidos de escapar ao cumprimento do contrato. Desta forma, o desafio do Sr. Musk e seu grupo econômico de compradores seria de afastar essas hipóteses.

Para se determinar a existência de alterações materiais adversas, nas demandas anteriores a Corte conferiu atenção central à queda no desempenho financeiro da companhia-alvo, tendo sido fixado o entendimento de que tal declínio deveria ser material por longo prazo, considerando-se um período de anos e não meses. No caso Akorn, especificamente, a Corte inclusive fixou um percentual numérico de 40% de queda na performance financeira como critério para existência de uma alteração material adversa genérica e, na mesma linha, estabeleceu o impacto econômico da violação de uma declaração e garantia, considerando o custo para remediar tal falha, em 20% sobre o valor da avaliação da empresa, como capaz de ensejar uma MAC. Seguindo esta linha, neste caso teve-se em conta que os motivos que conduziram a tais quedas financeiras seriam duradouros (perda de contratos relevantes e concorrência), podendo-se razoavelmente esperar que não se resolveriam em curto período. Tais referenciais, ainda que não vinculantes, poderiam ser utilizados pela Corte como parâmetro para análise do caso Twitter.

No entanto, no presente caso, o Sr. Musk não arguiu na notificação de término do Contrato a redução do desempenho financeiro do Twitter, mas aventou que estava analisando se esta poderia ser mais um elemento adicional à alteração material adversa que já estaria presente e relacionada às contas falsas. Assim, caso a demanda fosse a julgamento e os compradores não demonstrassem quedas dramáticas, inesperadas e *company specific* nos resultados do Twitter, o seu argumento quanto à existência de uma alteração material adversa

restaria gravemente enfraquecido. Quanto à duração das potenciais reduções financeiras, o Sr. Musk precisaria demonstrar que a sua causa (relacionada às contas falsas, ou não) teria efeitos duradouros sobre os resultados econômicos do Twitter, o que tampouco foi levantado na notificação.

De toda forma, diante de tal sinalização dos compradores de que eventualmente trariam um argumento relacionado à redução de resultados financeiros, o Twitter se posicionou na *Complaint* lembrando que o Contrato de Aquisição expressamente excluiu das hipóteses que poderiam ocasionar uma MAC, na lista de *carve-outs*, as alterações que afetassem o mercado do Twitter de forma geral, bem como quedas no valor das ações desta e na suas estimativas internas de receitas ou projeções financeiras (*carve-outs* na cláusula MAC “i” e “viii¹⁹⁸”).

Tendo em vista os posicionamentos anteriores da Corte, se a demanda fosse julgada seria provável que o argumento do Twitter se sustentasse, notadamente porque as partes expressamente acordaram tais exclusões na negociação célere que tiveram. Observe-se, nesta linha, que a construção da cláusula MAC na negociação entre o Sr. Musk e o Twitter certamente teve em conta os precedentes da *Court of Chancery*, já que especificamente se ocupou de excluir das hipóteses de alteração material adversa o critério financeiro, que foi determinante nos casos anteriores, notadamente em *Frenesius v. Akorn* em que se reconheceu a MAC.

No que concerne à negociação, especial atenção tem sido conferida pela *Court of Chancery* ao histórico da construção do

198 Vide o texto dos *carve-outs* referidos: “(i) any condition, change, effect or circumstance generally affecting any of the industries or markets in which the Company or its Subsidiaries operate; (...) viii) any changes in the market price or trading volume of the Company Common Stock, any failure by the Company or its Subsidiaries to meet internal, analysts’ or other earnings estimates or financial projections or forecasts for any period, any changes in credit ratings and any changes in any analysts’ recommendations or ratings with respect to the Company or any of its Subsidiaries (provided that the facts or occurrences giving rise to or contributing to such changes or failure that are not otherwise excluded from the definition of “Company Material Adverse Effect” may be taken into account in determining whether there has been a Company Material Adverse Effect)”.

acordo entre as partes e da redação final ajustada no Contrato. Neste sentido, destaca-se como no caso Akorn os fatos do caso foram objeto de cuidadoso escrutínio na determinação da existência de uma MAC. Portanto, ainda que munida de diversos critérios criados em precedentes passados para análise de uma MAC relacionada a desempenho financeiro, a exclusão desta do Contrato de Aquisição deveria ser suficiente para pôr fim à questão.

Nota-se, ainda, com base nas decisões prévias, que se estabeleceu que a cláusula MAC deve ser interpretada como uma barreira a proteger os compradores da ocorrência de eventos desconhecidos. Assim, a Corte decidiu, no caso Akorn, que se as partes desejam excluir das declarações e garantias determinados itens ou eventos conhecidos, eles devem fazê-lo mediante a técnica comum de qualificar tais declarações e garantias para excluir questões listadas nos correspondentes anexos. No caso em análise, adotou-se a mesma técnica em relação à Cláusula MAC, tendo-se excluído expressamente (por meio da lista dos *carve-outs*) os efeitos decorrentes das informações prestadas à SEC que, portanto, não podem ser invocadas como causa para uma alteração material adversa¹⁹⁹. Isso porque as partes de fato excluíram expressamente tal hipótese no Contrato de Aquisição, de forma a impossibilitar que o volume de contas falsas informadas nos relatórios à SEC fossem um gatilho para tal efeito.

Assim, ainda que a perspectiva do resultado final da disputa não fosse positiva para os compradores, notadamente diante das proteções aos vendedores acordadas no Contrato *seller-friendly*, observa-se que a sua estratégia de término e de invocar a cláusula MAC pode ter sido inspirada no precedente fixado no caso Akorn. Nele, os compradores alegaram falha na condição precedente de manutenção do curso ordinário dos negócios, já que esta abre uma ampla gama de itens a serem analisados pela Corte e poderia ensejar a dúvida se tal curso

199 Vide o texto do carve-out referido: (ix) any matter disclosed in the Company SEC Documents filed by the Company prior to the date of this Agreement (other than any disclosures set forth under the headings “Risk Factors” or “Forward-Looking Statements”).

ordinário deve ser determinado com base nos negócios da companhia-alvo ou nos negócios do comprador. Naquela disputa, a Frenesius também exigiu informações pós-assinatura com base na condição precedente de informação e cooperação quando recebeu as denúncias anônimas, o que permitiu que esta conduzisse uma investigação detalhada e obtivesse dados confidenciais que, em última análise, serviram para permitir que ela fundamentasse a existência de uma MAC. Assim, os compradores do Twitter estavam seguindo a mesma estratégia para obter dados sobre as contas falsas e o seu detalhamento para tentar fundamentar a existência da alteração material adversa.

Ainda que o caso tenha sido resolvido com a decisão dos compradores de concluir a operação nos termos do Contrato de Aquisição, o desenrolar do caso apontava para a organização dos argumentos e estratégia das partes com vistas aos precedentes fixados pela *Court of Chancery*.

Resta claro, por fim, que o Contrato de Aquisição negociado em bases *seller-friendly*, notadamente no conceito de MAC e suas exclusões, desencorajaram os compradores de seguirem na disputa e culminaram no desfecho favorável aos vendedores.

REFERÊNCIAS

Complaint apresentada à Court of Chancery of Delaware pelo Twitter, Inc. em face de X Holdings I, Inc, X Holdings II, Inc. e Elon R. Musk. Disponível em <https://www.documentcloud.org/documents/22084462-twitter-v-elon-musk-complaint>

Court of Chancery. *Akorn v. Frenesius* (Del. Ch. 2018). Disponível em <https://courts.delaware.gov/Opinions/Download.aspx?id=279250>

Court of Chancery. *Hexion Specialty Chemicals v. Huntsman Corp.*, 2008 WL 445744 (Del. Ch. Sept. 29, 2008). Disponível em <https://courts.delaware.gov/Opinions/Download.aspx?id=112500>.

Court of Chancery. *In re IBP, INC. Shareholders Litigation*, 789 A,2d, 14 (Del. Ch. 2001). Disponível em <https://case-law.vlex.com/vid/in-re-ibp-inc-889891188>.

DA SILVA, Jorge Cesa Ferreira: Cláusulas MAC ou MAE no Direito Brasileiro. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von; PEREIRA, Rafael Setoguti Julio (coord.). **Fusões e Aquisições (M&A)**. São Paulo: Quartier Latin, 2022, p. 383-400.

Formal Notice of termination enviada por X Holdings I, Inc, X Holdings II, Inc. e Elon R. Musk ao Twitter, Inc. Disponível em https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1418091/000110465922078413/tm2220599d1_ex99-p.htm

GLASSER, Joshua M., SLACK, Richard. **The Material Adverse Effect Landscape after Akorn v. Frenesius**. Weil Securities Litigation Alert, Weil, Gotshal & Manges LLP, October 30, 2018. Disponível em https://www.weil.com/~media/mailings/2018/q3/securities_litigation_alert_18_10_30_02.pdf

KOTRAN, Stephen M.; MURISON, Lisa A.; MACDONALD, Allison H. Sullivan & Cromwell LLP. **Material Adverse Change Provisions: Mergers and Acquisitions**. Thomson Reuters: Practical Law Company. Disponível <http://us.practicallaw.com/9-386-4019>

LEVI-MINZI, Maurizio; PARGENDLER, Mariana; GOUVÊA, Carlos Portugal. **Fusões e Aquisições: pareceres**. São Paulo: Almedina, 2022.

LISTOKIN, YAIR. **The Empirical Case for Specific Performance: Evidence from the Tyson-Ibp Litigation** (1º de março de 2005). Disponível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=679874>

MARTINS-COSTA, Judith, SILVA, Paula Costa. **Crise e Perturbações no Cumprimento da Prestação: estudo de direito comparado luso-brasileiro**. São Paulo: Quartier Latin, 2020, p. 127-139.

Merger Agreement entre Twitter, Inc. e X Holdings I, Inc, X Holdings II, Inc. e Elon R. Musk. U.S. Securities and Exchange Commission. FORM 8-K. Current Report. Disponível em <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1418091/000119312522120474/d310843ddefa14a.htm>

SCHREIBER, Anderson. **Equilíbrio contratual e o dever de re-negociar**. São Paulo: Saraiva, 2018.

TALLEY, Eric L., **On Uncertainty, Ambiguity, and Contractual Conditions**. Delaware Journal of Corporate Law (DJCL), Vol. 34, No. 3, 2009, UC Berkeley Public Law Research Paper No. 1503088. Disponível emt SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1503088>.

AS CLÁUSULAS DE REMÉDIO ÚNICO E O DOLO NO DIREITO BRASILEIRO

Renan Varollo Perlati (USP, São Paulo)

RESUMO: Na prática de aquisição de participações societárias e de empresas, é comum o transplante de cláusulas e modelos típicos, muitas vezes desenvolvidos em sistemas jurídicos de *common law*. Uma dessas estruturas jurídicas típicas que vêm sendo comumente utilizadas em contratos de M&A é a cláusula de remédio único, que serve para definir os meios de reação das partes na hipótese de inadimplemento ou ocorrência de hipóteses de anulação do contrato. O objetivo deste trabalho é analisar, com base no texto legal e na doutrina, à luz do direito brasileiro, a validade da *sole remedy clause* que exclui de forma consensual a possibilidade de anulação do contrato por dolo da contraparte. Conclui-se que a ocorrência de dolo antecedente na celebração do contrato eivaria a própria cláusula de remédio único, pois essa mesma disposição foi acordada mediante dolo. Além disso, o trabalho tenta demonstrar que, ainda que se entenda como derogável o regime do dolo previsto no Código Civil, as cláusulas gerais do Direito Brasileiro inviabilizariam essa espécie de acordo.

PALAVRAS-CHAVE: M&A; fusões e aquisições; cláusula de remédio único; dolo; invalidade; cláusulas gerais; boa-fé.

ABSTRACT: In the practice of M&A, it is common to transplant clauses and typical models, often developed in common law legal systems. One of these typical legal structures that has been commonly used in M&A contracts is the sole remedy clause, which defines the parties' recourse in the event of non-performance or circumstances that may invalidate the contract. The objective of this study is to analyze, based on legal texts and doctrine, in light of Brazilian law, the validity of the sole remedy clause that consensually excludes the possibility of contract nullification due to the counterparty's fraud. It is concluded

that the occurrence of prior fraud in the formation of the contract taints the sole remedy clause itself, as this provision was agreed upon through fraud. Moreover, even if the doctrine of fraud provided in the Civil Code is considered modifiable, the general clauses of Brazilian law would render this type of agreement null and void.

KEYWORDS: M&A; mergers and acquisitions; sole remedy clause; fraud; invalidity; general clauses; good faith.

1. INTRODUÇÃO

É comum que a prática negocial adote cláusulas e modelos típicos, muitas vezes desenvolvidos internacionalmente devido à globalização dos negócios. O uso de modelos contratuais ou de determinadas cláusulas diminui os custos de transação, reduz discussões sobre a interpretação das previsões contratuais e evita perdas econômicas²⁰⁰.

Graças à pujança econômica anglo-americana no século XX²⁰¹, as estruturas jurídicas que se difundiram pelo mundo e são utilizadas nos negócios frequentemente se originaram de práticas dos sistemas de *common law*²⁰², tendo sido transplantadas a diversos outros países com sistemas jurídicos diferentes²⁰³.

Esse transplante ocorre sobretudo em contratos utilizados na prática internacional, como por exemplo os contratos de aquisição de participações societária e de empresas²⁰⁴, chamados neste artigo de contratos de M&A.

200 VETTESE, Maria Celeste. Multinational companies and national contracts. In: CORDERO-MOSS, Giuditta (org.). **Boilerplate clauses, international commercial contracts and the applicable law**. Cambridge: University of Cambridge, 2011, p. 20.

201 Ibid., p. 21.

202 COSTA, Cláudia Gruppi; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. A Cláusula de Remédio Exclusivo e a Resolução do Contrato por Inadimplemento. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von; PEREIRA, Rafael Setoguti J. (coord.). **Fusões e Aquisições (M&A)**. São Paulo: Quartier Latin, 2020, p. 307.

203 VETTESE, Maria Celeste, op cit., p. 22.

204 DI GRAVIO, Valerio. Clausola di único rimedio. CONFORTINI, Massimo (coord.). **Clausole Negoziali**. Vincenza: UTET, 2017, p. 1604.

Embora a difusão de modelos jurídicos *standardizados* siga a tendência de outras disciplinas, tais quais as finanças e a contabilidade²⁰⁵, no direito esse transplante de estruturas não é tão fácil e pode gerar complexos debates no âmbito da doutrina e da jurisprudência²⁰⁶. De fato, diante das diferenças históricas na formação jurídica dos países, por vezes, o transplante de estruturas tende a ocasionar problemas relacionados à validade e à aplicabilidade dessas espécies de cláusulas contratuais em determinado sistema jurídico²⁰⁷.

Em geral, “modelos e estruturas do *common law* são reproduzidos em contratos regidos pela legislação sem a devida compatibilização”, o que pode gerar “situações incompatíveis com o ordenamento jurídico brasileiro e redundar em vícios (invalidade ou ineficácia)”²⁰⁸.

Uma dessas estruturas jurídicas de origem na *common law* é a cláusula de remédio único, exclusivo, ou *sole remedy clause*, que “tem sido cada vez mais utilizada em contratos de compra e venda de participações societárias regidos pela legislação brasileira”²⁰⁹, e cuja validade tem sido discutida em países de *civil law*²¹⁰.

O presente trabalho pretende estudar especificamente a validade da *sole remedy clause* que, no direito brasileiro, exclui de forma consensual a possibilidade de anulação do contrato por dolo

205 VETTESE, Maria Celeste, op cit., p. 20.

206 COSTA, Cláudia Gruppi; PEREIRA, Guilherme Setoguti J., op cit., p. 307

207 A esse respeito, Maria Celeste Vettese escreve que: “in the common law approach, everything referring to the parties’ relation (duties, onus, etc.) is defined inside the contract with little possibility for the judge to intervene. On the contrary, civil law systems can rely on the definition contained in the civil or commercial codes whereby the substance and fundamental structure of the different types of contracts are clearly identified. For that reason, in Continental Europe, traditional contracts were less detailed than in the common law countries. In any case, the technique used in the common law system clearly prevailed in day-to-day business use even in the civil law countries, so that currently it is almost impossible to even draft contracts without having in mind the common law system structure” (VETTESE, Maria Celeste, op cit., p. 22).

208 COSTA, Cláudia Gruppi; PEREIRA, Guilherme Setoguti J., op cit., p. 310.

209 Ibid., p. 310.

210 PIRES, Catarina Monteiro. Cláusulas de acordo integral e cláusulas de solução única ou de “remédio” único. In: MONTEIRO, Antonio et al. Encontros de direito civil: a tutela dos credores. Lisboa: Universidade Católica, 2020, p. 74.

da contraparte, afastando o regime previsto nos arts. 145 a 150 do Código Civil²¹¹. Como se verá ao longo do trabalho, defenderemos que, segundo o direito pátrio, é inválida referida cláusula, por aplicação das cláusulas gerais de boa-fé objetiva e bons costumes previstas no Código Civil.

Para tanto, faremos um transcurso pelo conceito das cláusulas de remédio único, para delimitar suas funções e finalidades (capítulo II). Em seguida, trataremos brevemente da qualificação do dolo no direito civil brasileiro, especialmente o dolo principal que, nos termos do art. 145 do Código Civil, viabiliza a anulação do negócio jurídico ao qual deu causa (capítulo III). No capítulo IV, para tentar responder se é válida a cláusula de remédio único que afasta o regime do dolo principal previsto no art. 145 do Código Civil, estudaremos a derogabilidade e a cogência das normas jurídicas afastadas pela cláusula de remédio exclusivo, à luz da doutrina. Por fim, no capítulo V, tentaremos explicar a razão pela qual, em nossa visão, é nula a cláusula que exclui a possibilidade de anulação do negócio por dolo.

2. CONCEITO E FINALIDADE DAS CLÁUSULAS DE REMÉDIO ÚNICO

Por meio da cláusula de remédio único, as partes de um contrato “definem quais os remédios aplicáveis à hipótese de descumprimento

211 Art. 145. São os negócios jurídicos anuláveis por dolo, quando este for a sua causa; Art. 146. O dolo accidental só obriga à satisfação das perdas e danos, e é accidental quando, a seu despeito, o negócio seria realizado, embora por outro modo; Art. 147. Nos negócios jurídicos bilaterais, o silêncio intencional de uma das partes a respeito de fato ou qualidade que a outra parte haja ignorado, constitui omissão dolosa, provando-se que sem ela o negócio não se teria celebrado; Art. 148. Pode também ser anulado o negócio jurídico por dolo de terceiro, se a parte a quem aproveite dele tivesse ou devesse ter conhecimento; em caso contrário, ainda que subsista o negócio jurídico, o terceiro responderá por todas as perdas e danos da parte a quem ludibriou; Art. 149. O dolo do representante legal de uma das partes só obriga o representado a responder civilmente até a importância do proveito que teve; se, porém, o dolo for do representante convencional, o representado responderá solidariamente com ele por perdas e danos; Art. 150. Se ambas as partes procederem com dolo, nenhuma pode alegá-lo para anular o negócio, ou reclamar indenização.

de obrigações e quais as condições de emprego de tais remédios, bem como excluem remédios legais que, em sua análise, são impertinentes, desaconselháveis ou inapropriados”²¹².

Nas palavras de CATARINA MONTEIRO PIRES, tal dispositivo demarca “os meios de reação das partes a uma perturbação contratual”²¹³, permitindo que as partes definam, antecipadamente, quais remédios previstos legalmente poderão (ou não poderão) ser utilizados em caso de descumprimento contratual. Tal estipulação pode, inclusive, estender seu impacto “a outras perturbações do contrato como ‘a perda de interesse, a perda da confiança, a alteração das circunstâncias e também a invalidade do negócio por vícios da vontade (v.g. erro ou dolo)”²¹⁴.

De um lado, referida disposição carrega um elemento positivo, já que pode estabelecer previamente o remédio que poderá ser utilizado pela parte vítima de um inadimplemento de sua contraparte. De outro, existe um fator negativo, que exclui antecipadamente determinados meios de reação previstos no sistema jurídico no qual o contrato está inserido²¹⁵.

As cláusulas de remédio único podem ser classificadas nas modalidades absoluta ou restrita. No primeiro caso, está-se diante de dispositivo contratual que estabelece um só meio de reação para toda e qualquer perturbação contratual. No segundo, a previsão se limitaria a determinadas perturbações específicas e concretas²¹⁶.

Geralmente inseridas no sistema de declarações e garantias²¹⁷, é frequente na prática negocial dos contratos de M&A que as cláusulas

212 COSTA, Cláudia Gruppi; PEREIRA, Guilherme Setoguti J., op cit., p. 307.

213 PIRES, Catarina Monteiro, op cit., p. 74.

214 BARBOSA, Mafalda Miranda. Ainda o problema da fixação contratual dos direitos do credor: as cláusulas de *sole remedy*, *basket amount* e *no consequential loss*. Revista da Ordem dos Advogados, Lisboa, n. 1-2, 2020, p. 141.

215 PIRES, Catarina Monteiro, op cit., p. 74.

216 BARBOSA, Mafalda Miranda, op cit., p. 141.

217 Valerio Di Gravio explica que: “Nei contratti di cessioni di partecipazioni azionarie, sono normalmente presente una serie di rappresentazioni e garanzie (c.d. *representations and warranties clauses*) che il venditore dà al compratore in ordine alla situazioni patrimonial, finanziaria e gestionale della società le cui azioni sono oggetto

de remédio único estabeleçam que qualquer inadimplemento será resolvido por indenização, a fim de evitar o desfazimento do negócio²¹⁸⁻²¹⁹, haja vista a dificuldade de retorno ao *status quo ante* existente nos contratos dessa espécie²²⁰⁻²²¹.

A principal finalidade da cláusula de remédio único é dar certeza, clareza e previsibilidade às Partes a respeito dos riscos alocados no contrato, evitando-se a aplicação de dispositivos legais previstos no sistema jurídico em que o contrato está inserido²²². Busca-se, com isso, insular o contrato do sistema jurídico, tornando-o autossuficiente, como destaca GIUDITTA CORDERO-MOSS:

di cessione. Dalla violazioni di uma o più di queste rappresentazioni e garanzie, detti contratti fanno discendere l'obbligo del venditore di pagare un indennizzo al compratore. Sono altresì normalmente presenti una franchigia, cioè um importo mínimo al di sotto del quale nessun indennizzo dovuto, nonché dei limite, quantitativi e cronologici, alle garanzie stesse. Talvolta, sono presenti anche dei meccanismi di quantificazione dell'indennizzo dovuto a sotto forma di um vero e próprio algoritmo o mediante individuazione analítica delle vocé di danno da considerare nel relativo calcolo e di quelle da escludere [...] la clausola di único remedio (o di '*sole remedy*', secondo la terminologia anglosassone) accede normalmente a questo genere di clausole. Com essa le parti pattuiscono che l'insorgere dell'obbligo di pagare l'indennizzo sai l'única consequenza di quella violazione, escludendo tutte le altre. Le parti, dunque, intendono escludere tutti gli effetti che la legge prevede como consequenza delle numerose fattispecie che potrebbero venirsi a creare". (DI GRAVIO, op. cit, p. 1606-1605).

218 COSTA, Cláudia Gruppi; PEREIRA, Guilherme Setoguti J., op cit., p. 309.

219 PIRES, Catarina Monteiro, op cit., p. 74.

220 Catarina Monteiro Pires bem ressalta a existência de casos nos quais "a própria resolução é insuficiente, como é o caso da generalidade dos contratos de venda de empresas através da venda de participações sociais, atentos aos efeitos restitutórios" (Ibid., p. 84).

221 A esse respeito, Cláudia Gruppi Costa e Guilherme Setoguti J. Pereira destacam que "não há dúvida de que o retorno ao *status quo ante* é complexo em qualquer contrato, mas tal complexidade parece escalar em contratos de compra e venda de participações societárias. Além de a sociedade ser um organismo vivo em constante transformação, o negócio em tela carrega consigo a implementação de medidas modificativas desse organismo, sobretudo quando há troca de controle. Nesse contexto, em algumas situações pode haver uma virtual impossibilidade de o adquirente restituir ao alienante a participação societária que adquiriu no exato estado em que se encontrava antes da celebração do contrato" (COSTA, Cláudia Gruppi; PEREIRA, Guilherme Setoguti J., op cit., p. 318).

222 DI GRAVIO, op. cit, p. 1603.

The purpose of a sole remedy clause is to ensure that no remedies other than those regulated in the contract will be available in case of breach of contract. Like the clauses mentioned earlier, this is also an attempt to insulate the contract from the legal system to which it is subject. Rather than relating to the applicable law's remedies and the conditions for their exercise, which may differ from country to country, the parties define in the contract the applicable remedies, the conditions for their exercise and their effects, thus excluding the applicability of any other remedies²²³.

É usual que as partes de um contrato de M&A redijam o instrumento de forma que as regras do contrato sejam inteiramente suficientes para seu cumprimento e para resolver qualquer eventual litígio que venha a surgir. Minimizar o risco de interferência do sistema jurídico no contrato é uma das razões pelas quais, em regra, tais instrumentos são redigidos de modo exaustivo e tão preciso quanto possível²²⁴.

Por outro lado, às Partes interessa que as obrigações contratuais sejam executáveis em caso de descumprimento, o que só lhes é garantido pela jurisdição nacional em que o contrato está inserido²²⁵. A redação de um contrato, em tese, autossuficiente e, ao mesmo tempo, submetido a um sistema jurídico com as próprias regras é um risco calculado pelas Partes, que pesam a relação de custo-benefício existente nessa escolha²²⁶. Por isso, a despeito dos esforços para insular

223 CORDERO-MOSS, Giuditta. Conclusion: the self-sufficient contract, uniformly interpreted on the basis of its own terms: an illusion, but not fully useless. In: CORDERO-MOSS, Giuditta (org.). **Boilerplate clauses, international commercial contracts and the applicable law**. Cambridge: University of Cambridge, 2011, p. 360.

224 Ibid., p. 346.

225 Ibid., p. 345.

226 Ainda nas palavras de Giuditta Cordero-Moss: “it is not necessarily the result of thoughtlessness if a contract is drafted without having regard for the governing law. Nor is it the symptom of a refusal of the applicability of national laws. It is the result of a cost-benefit evaluation, leading to the acceptance of a calculated legal risk. [...] laws. On this assumption, observers may propose that contracts should be governed by transnational rules instead of national laws. However, that the parties may have

o Contrato de M&A do sistema jurídico ao qual ele está submetido²²⁷, com a inclusão do maior número de conceitos, detalhes e regras no contrato, o direito necessariamente irá projetar seus próprios princípios e normas ao negócio e à relação mantida entre as Partes²²⁸.

Principalmente em países de *civil law*, a exclusão de um remédio estipulado em lei não será necessária e automaticamente válida, pois isso passa pela análise do caráter cogente ou dispositivo da norma jurídica cujos efeitos são excluídos pelo contrato. Nas palavras de CATARINA MONTEIRO PIRES, “a relevância atribuída à liberdade contratual [...] exprime-se na autorização de condutas e de vinculações, mas também na contenção da própria lei civil quanto ao recurso a normas injuntivas”²²⁹. Ainda que o direito civil conceda um amplo espaço de autorregulação aos contratantes, podem existir normas cogentes, inafastáveis pela vontade das partes, que limitam o espectro pelo qual a cláusula de remédio único (mas não só ela) pode navegar.

Para os fins deste artigo, importa considerar se seria válida²³⁰ a disposição contratual que afasta a possibilidade de as Partes

disregarded the applicable law as a result of a cost-benefit evaluation does not necessarily mean that they want to opt out of the applicable law. The parties are still interested in enforcing their rights, and enforceability is ensured only by the judicial system of the applicable law” (Ibid., p. 345).

227 A intenção de erigir o Contrato ao “regulador” único da relação entre as Partes pode ser exemplificada por algumas disposições que, por vezes, beiram o absurdo, até em sistemas jurídicos de *common law*, como exemplifica Edwin Peel: “Some of those set out strike one as superfluous in the sense that the common law, like the civil law one suspects, would regard the matters to which reference is already regulated by the general law. Clause 5 strikes one as almost nonsensical: either the party’s obligations under the Agreement are valid, binding and enforceable of they are not; if they are not, what use is a warranty that they are when that warranty itself is an obligation under the contract? One is left with the impression that these sorts of provision may provide comfort, but are unlikely to have any real effect such that the position would be different if they were not there” (PEEL, Edwin. *The common law tradition: application of boilerplate clauses under English law*. In: CORDERO-MOSS, Giuditta (org.). **Boilerplate clauses, international commercial contracts and the applicable law**. Cambridge: University of Cambridge, 2011, p. 170).

228 Ibid., p. 347.

229 PIRES, Catarina Monteiro, op cit., p. 68.

230 Antônio Junqueira de Azevedo ensina que a validade é “a qualidade que o negócio deve ter ao entrar no mundo jurídico, consistente em estar de acordo com as regras

requererem a anulação do negócio por dolo, nos termos dos arts. 145 a 150 do Código Civil.

3. QUALIFICAÇÃO DO DOLO NO DIREITO CIVIL BRASILEIRO

Nas palavras de PONTES DE MIRANDA, o “dolo, causa de não- validade dos atos jurídicos, é o ato, positivo ou negativo, com que, conscientemente, se induz, se mantém, ou se confirma outrem em representação errônea”²³¹. Trata-se de defeito do negócio jurídico cujo regime é tratado pelos arts. 145 a 150 do Código Civil e que configura “uma interferência do *deceptor* (autor do dolo) no processo decisório do *deceptus* (parte induzida ao erro)”²³², conforme ensina GIOVANA BENETTI:

Encontram-se diferentes definições, na doutrina nacional e estrangeira, para a figura em exame: ato comissivo ou omissivo praticado conscientemente para induzir ou conservar a contraparte em representação errônea; artifício ou manobra voltados a induzir outrem ao erro na celebração de negócio jurídico, provocando desconformidade entre os pressupostos da vontade declarada e as circunstâncias reais de fato e/ou de direito; manobra astuciosa, mentira ou omissão maliciosa que induz ao erro, influenciando na formação da declaração negocial; conduta de quem intencionalmente provoca ou deixa subsistir uma ideia errônea em outrem, com a consciência de que esse erro terá valor determinante na declaração de vontade; erro provocado intencionalmente pela

jurídicas (‘ser regular’). Validade é, como o sufixo da palavra indica, *qualidade* de um negócio existente. ‘Válido’ é adjetivo com que se qualifica o negócio jurídico formado de acordo com as regras jurídicas” (AZEVEDO, Antônio Junqueira de. **Negócio jurídico: existência, validade e eficácia**. São Paulo: Saraiva, 2018, p. 43).

231 MIRANDA, Francisco Cavalcanti Pontes de. **Tratado de Direito Privado**, 2ª ed., tomo IV. Rio de Janeiro: Borsoi, 1954, p. 326.

232 BENETTI, Giovana. **Dolo no Direito Civil: uma análise da omissão de informações**. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 29.

contraparte; artifícios, manobras ou mentiras que geram, na contraparte, uma representação alterada da realidade. Percebem-se alguns pontos em comum nos conceitos expostos, qual seja (i) indução ao erro; (ii) manobra, artifício, mentira ou omissão; e (iii) impacto na formação da declaração de vontade²³³.

Trata-se de erro provocado²³⁴, induzido. A manifestação de vontade²³⁵ eivada de dolo é aquela que sofre “influência de elementos externos causadores de desvio entre o que se buscava e o que ao final se declarou”²³⁶, por decorrência de manobra ou omissão que induz o *deceptor* a uma “representação falsa da realidade”²³⁷.

O comportamento eivado de dolo comporta um elemento subjetivo, consistente na intenção de enganar (*animus decipiendi*) e outro elemento objetivo, relativo à existência de manobras, mentiras ou omissões utilizadas com esse fim²³⁸.

No que tange ao aspecto subjetivo, importa verificar se o agente efetivamente quer que a pessoa manifeste a vontade. O objetivo do *deceptor* deve ser a celebração do negócio jurídico com base em representação errada da realidade: “não basta a simples consciência de estar agindo em determinado sentido, é necessário o direcionamento intencional para a obtenção do resultado, qual seja, a celebração de um negócio jurídico mediante a errônea representação

233 Ibid., p. 31.

234 SCHREIBER, Anderson. **Manual de Direito Civil Contemporâneo**. 4ª ed. São Paulo: Saraiva, 2021, p. 261.

235 Não é objeto deste artigo estudar os diferentes entendimentos doutrinários sobre a natureza jurídica do dolo, como as teorias da vontade, da declaração, da responsabilidade e da confiança. Adota-se, neste trabalho, a linha definida por Giovana Benetti, que explica que “o dolo, por influir no processo da formação do consentimento hígido ou em seus termos, consiste em ato ilícito cuja eficácia poderá ser invalidante e/ou indenizatória” (BENETTI, Giovana, op cit., p. 41).

236 Ibid., p. 34

237 Ibid., p. 34.

238 Ibid., p. 41 e 44.

da realidade pela outra parte”²³⁹⁻²⁴⁰. Com relação ao elemento objetivo, revela-se necessário, para configuração do dolo, que a parte empregue manobras astuciosas a fim de enganar. Como prevê o art. 147 do Código Civil, pode ocorrer inclusive no silêncio, quando “for guardado intencionalmente a respeito de dados relevantes que deveriam ser informados por ocasião da contratação”²⁴¹. “O ato doloso pode ser positivo ou negativo. Basta deixar-se de comunicar a falsidade, se a pessoa está em erro. Se ela, se soubesse, não manifestaria a vontade, e o agente sabe, dolo há”²⁴²⁻²⁴³⁻²⁴⁴.

239 Ibid., p. 43.

240 Cabe ressaltar que parte da doutrina entende que o *animus lucrandi*, ou seja, a intenção de obter vantagem patrimonial seria essencial na configuração do *dolus malus* (Ibid., p. 44-45).

241 Ibid., p. 45.

242 MIRANDA, Francisco Cavalcanti Pontes de, op cit., p. 333.

243 Anderson Schreiber explica que “o dolo pode ser por omissão, quando uma das partes silencia sobre fato ou qualidade essencial à celebração do negócio jurídico. O dever de informação, imposto pela boa-fé objetiva também na fase pré-contratual, realça a repressão ao dolo omissivo. São exemplos de dolo por omissão a venda de automóvel entre particulares sem a informação de que sofrera amplo conserto por força de severo acidente ou a locação de imóvel por locador que silencia quanto à existência de vazamentos nas instalações hidráulicas do apartamento ou mesmo de conflitos de vizinhança recorrentemente gerados por excesso de ruído, se tinha conhecimento desses problemas” (SHREIBER, Anderson, op cit., p. 262).

244 Judith Martins-Costa ensina que “o dolo não se restringe ao comportamento ativo daquele que, utilizando-se de artifícios, é capaz de induzir a vítima em erro, mas se estende também ao contratante que silencia, omitindo-se de esclarecer circunstância que modificaria a vontade da vítima. Os autores ora denominam a hipótese de dolo por omissão, ora de silêncio intencional, ora, finalmente, de dolo negativo. O que a caracteriza é o silêncio consciente que uma das partes mantém a respeito de algum fato ou circunstância que a outra ignora, a qual, acaso conhecida, impediria a formação do contrato ou, então, implicaria a modificação do seu conteúdo. Exemplificativamente, assim ocorreria na compra e venda de imóvel em que vendedor, ciente da existência de ação demolitória em curso na época da transação, silencia sobre este fato; ou na compra e venda de um estabelecimento comercial em que o vendedor omite propositalmente as dívidas do fundo de comércio, as quais, se o comprador tivesse ciência, não teria concluído o negócio, ou então, não teria pactuado pelo preço acordado; ou no caso de o vendedor silenciar acerca da existência de Portaria do Ministério da Agricultura que onerava a atividade; ou, ainda quando o vendedor de estabelecimento de ensino omite informação relevante sobre o número de alunos que é critério considerado na avaliação do negócio e consequente formação do preço contratual” (MARTINS-COSTA, Judith. Os regimes do dolo civil no Direito brasileiro: dolo antecedente, vício informativo por omissão e por comissão, dolo acidental e dever de indenizar. Revista dos Tribunais. vol. 1046. ano 111. p. 98.

No direito brasileiro, o dolo só torna o negócio jurídico anulável “quando tenha influenciado de modo relevante a sua celebração. Trata-se do chamado *dolus causam dans* ou dolo principal, sem o qual o negócio jurídico não se teria realizado”²⁴⁵. Difere-se do dolo acidental, como dispõe o art. 146 do Código Civil e explica PONTES DE MIRANDA:

O dolo acidental ou incidente (*dolus incidens*) não atinge a validade do ato jurídico, pôsto que possa constituir ato ilícito *relativo*. O figurante de tal maneira se conduziu que o negócio jurídico se concluiu como êle queria, porém, se o outro figurante soubesse da verdade, o teria concluído com melhores cláusulas²⁴⁶.

Em suma, o dolo invalidante “se caracteriza: (a) pela ação ou omissão intencionais de um dos figurantes, ou de terceiro, com a sua ciência, com a finalidade de induzir a erro o outro figurante (*deceptus*), fortalecer nele erro em que já incidia, ou nele mantê-lo sobre circunstâncias referentes a negócio jurídico; (b) pela sua essencialidade, isto é, o dolo constitui *causa eficiente do negócio*, de modo que sem ele o negócio jurídico não se teria realizado”²⁴⁷.

O Código Civil brasileiro estabelece dois regimes para o dolo. Quando ocorre o dolo principal, ou seja, na hipótese em que o negócio não teria sido celebrado não fosse o dolo, aplica-se o regime do art. 145 do Código Civil, tornando anulável o negócio. Quando ocorre dolo acidental, aplica-se o art. 146; “consequentemente, costuma-se afirmar que apenas o dolo principal caracteriza vício de consentimento”²⁴⁸, como explica JUDITH MARTINS-COSTA:

245 SCHREIBER, Anderson, op cit., p. 221.

246 MIRANDA, Francisco Cavalcanti Pontes de, op cit., p. 339.

247 MELLO, Marcos Bernardes de. **Teora do Fato Jurídico – Plano da Validade**. 15^a ed. São Paulo: Saraiva, 2019, p. 223.

248 BENETTI, Giovana, op cit., p. 69.

Há diferença fundamental na eficácia. O dolo principal é vício conducente à anulabilidade, acrescida, ou não, de perdas e danos. Já o dolo acidental dá lugar ao pagamento de perdas e danos, prosseguindo o negócio (art. 146, 1.^a parte, do CC/2002 (LGL\2002\400)), razão cabendo a Silvio Rodrigues ao escrever, em comparação ao sistema francês, ser atribuído ao juiz, em nosso ordenamento, um maior poder discricionário, pois pode conceder à vítima do dolo a proteção exigida pelas circunstâncias do caso: como não é raro de ocorrer na prática, à vítima não interessa a anulação do contrato, que lhe pode ser útil. Porém, como foi enganada quanto à parte de seu conteúdo, cabe a satisfação em perdas e danos em relação às perdas sofridas em razão do engano dolosamente provocado²⁴⁹.

O dolo pode estar presente em todas as fases do processo obrigacional, “desde antes do início das tratativas (por exemplo, quando as maquinações dolosas induzem a vítima a entrar em negociações preliminares), passando pela fase negociatória propriamente dita, atingindo o momento da conclusão do contrato, operando na fase da execução contratual e, conforme o caso, até mesmo se manifestando na fase pós-contratual”²⁵⁰.

Pode ser antecedente, concomitante ou superveniente ao negócio jurídico. O dolo antecedente é aquele que ocorre durante as tratativas de negociação, enquanto o dolo contemporâneo acontece no momento da conclusão do negócio. Tanto um quanto outro pode se configurar como dolo principal ou acidental. Já o dolo por infração ao contrato “é sempre superveniente ao contrato já concluído, configurando-se como uma violação ao ajuste pactuado e, como tal, atingindo o plano da eficácia, mas não o da validade. Conseqüentemente, se manifesto

249 MARTINS-COSTA, Judith, op cit., p. 93.

250 Ibid., p. 92.

o dolo durante a execução do contrato, sua eficácia será normalmente indenizatória, pelo *ilícito contratual*²⁵¹.

São diversas as hipóteses em que o dolo pode ocorrer em contratos de M&A²⁵². Por exemplo, o comprador pode afirmar que o vendedor ocultou informações relevantes da empresa no processo de *due diligence*, a fim de induzi-lo ao erro para celebrar o contrato de compra de participação societária. Imagine-se um caso em que o vendedor fornece uma lista de clientes que estão sendo atendidos pela empresa e continuarão sendo atendidos no futuro, mas oculta que parte relevante desses contratos está em processo avançado de resilição pela contraparte. Eventualmente, o comprador pode alegar, após adquirir a empresa, que só tomou essa decisão (de adquirir o controle) porque imaginava que esses contratos continuariam em vigor após o Contrato de M&A, tendo sido induzido intencionalmente em erro pelo vendedor, que ocultou informações relevantes no processo de celebração do contrato.

No direito brasileiro, verificada a existência de dolo principal na celebração do contrato, o *deceptus* dispõe de um remédio legal que consiste na anulação do negócio jurídico²⁵³. Pode-se ajuizar ação para

251 *Ibid.*, p. 92.

252 Judith Martins-Costa explica que, “no mundo dos negócios, não raras são as situações em que, na fase formativa e na conclusão de um contrato, um dos figurantes oferece ao outro informações cuja falta de veracidade lhe é conhecida, ou omite ou distorce intencionalmente informações determinantes para a formação do consentimento. Se se tratar, por exemplo, de uma compra e venda, sendo as informações pré-contratuais de incumbência do vendedor, só mais tarde, quando já na posse do bem vendido e com acesso às informações que lhe são respeitantes é que terá o comprador ciência de dados e elementos que teriam sido relevantes ou para a própria vontade de contratar ou para uma adequada formação e composição do preço contratual. Surge, então, a questão de saber se houve dolo capaz de afetar o contrato e quais as suas consequências, pois, muitas vezes, o comprador não quer desfazer o negócio, por via da sua anulação, antes tendo como escopo receber indenização pelo tanto que foi enganado” (*Ibid.*, p. 91).

253 Marcos Bernardes de Mello explica que “a anulação do ato jurídico por dolo depende de ação própria cuja legitimação ativa é daquele que foi induzido a erro. É a *actio doli*, dos romanos, empregada para impugnar os negócios civis afetados pelo dolo”, podendo gerar, além da anulação do negócio e do retorno ao *status quo ante*, “dever de indenizar o *deceptus*, se houver danos” (MELLO, Marcos Bernardes de, *op cit.*, p. 234-236).

desconstitui-lo, pleiteando seu desfazimento, o retorno ao *status quo ante* e, eventualmente, perdas e danos, com fundamento no art. 145 do Código Civil. Dito isso, pergunta-se: no direito brasileiro, é válida cláusula de remédio único que afasta o regime do dolo principal previsto no art. 145 do Código Civil? Pode-se acordar que, mesmo que se verifique a ocorrência desse defeito, nenhuma das partes poderá requerer a anulação do negócio jurídico?

4. DERROGABILIDADE DE NORMAS NO DIREITO CIVIL BRASILEIRO.

A resposta a essa pergunta passa pela análise da derogabilidade das normas jurídicas afastadas pela cláusula de remédio exclusivo²⁵⁴⁻²⁵⁵, o que não é simples, haja vista o caráter aberto dos conceitos utilizados para definir se determinada norma é cogente ou dispositiva.

254 A esse respeito, Catarina Monteiro Pires ensina que “negócio jurídico privado é uma autorregulação privada de interesses, expressão do exercício da autonomia privada das partes (o que não quer dizer que não estejam presentes outras vertentes, nomeadamente de tutela do tráfego jurídico) e da autodeterminação do sujeito⁵. A celebração de um contrato e a autovinculação à promessa do contraente são fruto da autodeterminação e da permissão de disposição dos bens jurídicos que a cada sujeito é concedida. A relevância atribuída à liberdade contratual (cfr. artigo 405.º do Código Civil) exprime-se na autorização de condutas e de vinculações, mas também na contenção da própria lei civil quanto ao recurso a normas injuntivas. Esta contenção é, aliás, justificada pela ideia de que, em regra, na regulação contratual, estão em causa interesses dos contraentes, e não interesses de terceiros e ainda pela aceitação de que cada sujeito é, em princípio, livre de estabelecer acordos que correspondam ao modo como que se autodetermina, ao reger os seus próprios interesses. Além disso, é também de aceitar que, na generalidade dos casos, o direito civil não serve, para concretizar uma ordenação de preferências em detrimento da liberdade contratual. A norma dispositiva concede um espaço de autorregulação, de ordenação das preferências dos sujeitos envolvidos” (PIRES, Catarina Monteiro, op cit., p. 67-68).

255 Em análise do direito italiano, Valerio Di Gravio destaca que “il principale problema giuridico che tal genere di clausole pone è quello della derogabilità delle norme la cui applicazione le parti intendono escludere. La auspicata autosufficienza dell'accordo trova infatti, in diritto italiano, il limite delle norme imperative presenti sia nella disciplina del contratto in generale sia, ancorché in minore misura, in quella di singoli tipi contrattuali. Il modo più ordinato e corretto di affrontare tale problema consiste nell'individuare quali sono gli effetti che le parti intendono prevenire e verificare se gli stessi sono dettati da norma imperativa o semplicemente dispositive” (DI GRAVIO, Valerio, op cit., p. 1608).

Nas palavras de GUSTAVO TEPEDINO e MILENA DONATO OLIVA, “a distinção entre normas cogentes e normas dispositivas nem sempre se afigura clara, a suscitar frequentes embates hermenêuticos”²⁵⁶, e em geral a doutrina brasileira se utiliza do critério do interesse público para essa interpretação:

Como se pode afirmar de forma geral sobre todo o processo de interpretação jurídica, revela-se falho o recurso ao mero critério linguístico, ou seja, à interpretação literal da letra da lei, como parâmetro para definir a dispositividade de certa norma. Não raro, o legislador emprega o verbo “poder” quando pretende, na verdade, criar um dever jurídico; ou, ao revés, descreve determinada obrigação quando objetivava simples faculdade. Exige-se, assim, que se recorra ao grau de interesse público contido na norma para que se possa classificá-la como cogente ou, diversamente, para afirmar sua dispositividade, quando nela preponderar o interesse particular²⁵⁷.

À luz das lições de CAIO MÁRIO DA SILVA PEREIRA, CLÁUDIA GRUPPI COSTA E GUILHERME SETOGUTI J. PEREIRA explicam que:

serão cogentes as normas que ‘estabelecem princípios cuja manutenção é necessária à ordem social, e por isso impõem-se, obrigatoriamente, a todos os indivíduos, inderrogáveis que são pela vontade privada’. Tais normas podem ser chamadas também de proibitivas ou imperativas. Por outro lado, as normas dispositivas (também denominadas supletivas ou permissivas por alguns autores) ‘instituem princípios não essenciais à organização e funcionamento do

256 TEPEDINO, Gustavo; OLIVA, Milena Donato. **Fundamentos do Direito Civil – Teoria Geral do Direito Civil**. 3ª ed. Rio de Janeiro: Atlas, 2021, p. 16.

257 Ibid., p. 16.

Estado, ou da vida social, e, por isso, não se impõem compulsoriamente²⁵⁸.

CATARINA MONTEIRO PIRES, por sua vez, entende que a cogência das normas de direito civil envolve, em regra, “a tutela da parte mais fraca e razões de justiça niveladora de situações assimétricas”²⁵⁹. Vejamos:

Neste contexto, tem-se também salientado que as razões que, no direito civil, podem levar à imposição de uma norma injuntiva são, em regra, a tutela da parte mais fraca e razões de justiça niveladora de situações assimétricas. As ideias surgem aqui, muitas vezes, sobrepostas e os conceitos empregues com alguma vagueza, havendo interesse em discernir as exatas razões que subjazem à imposição de normas injuntivas. São estas razões ou princípios que determinam a natureza injuntiva da norma, e não a natureza injuntiva de normas previamente fixada que revela os princípios ordenadores. Os desvios a este quadro geral têm desafiado a doutrina a procurar sentidos particulares ou outros sentidos da liberdade contratual em domínios de contratação assimétrica e em massas, em regra associados ao direito do consumo, ou em relação a certo tipo de contratos, como o arrendamento ou o mútuo. Seja como for, a norma injuntiva é desvio ao princípio da subsidiariedade do direito, mais intenso no direito privado. O direito dispositivo torna exequível a liberdade contratual. A autonomia privada das partes, embora nem sempre entendida do mesmo modo e por vezes modelada perante uma ideia de “materialização” do contrato, constitui um esteio do direito civil português²⁶⁰.

258 COSTA, Cláudia Gruppi; PEREIRA, Guilherme Setoguti J., op cit., p. 321.

259 PIRES, Catarina Monteiro, op cit., p. 68.

260 Ibid., p. 68-69.

A partir disso, é possível verificar que existem argumentos para se concluir que são dispositivas as normas que regem o dolo no direito civil brasileiro (arts. 145 a 150 do Código Civil), razão pela qual se poderia, em tese, excluir-se a possibilidade de anulação do negócio por meio da cláusula de remédio único.

Ora, ao contrário da simulação (art. 167 do Código Civil²⁶¹), por exemplo, o dolo não nulifica o negócio jurídico, mas torna-o apenas anulável (art. 171, inc. II, do Código Civil²⁶²), e pode ser inclusive confirmado pelas partes, nos termos do art. 172 do Código Civil²⁶³. Além disso, o art. 177 do Código Civil²⁶⁴ estabelece que “a anulabilidade não tem efeito antes de julgada por sentença, nem se pronuncia de ofício; só os interessados a podem alegar, e aproveita exclusivamente aos que a alegarem, salvo o caso de solidariedade ou indivisibilidade”. Assim, partindo-se da premissa de que “enquanto na nulidade afronta-se um interesse de ordem pública, lesando toda a sociedade, na anulabilidade o negócio apresenta deformidade menos grave com a ordem jurídica, ferindo apenas o interesse particular”²⁶⁵, poder-se-ia alegar que não se está diante de interesse público a justificar a cogência da norma.

À luz da liberdade contratual consagrada pelo direito civil, também seria possível supor que, ocorrendo dolo em contrato de M&A, paritário e celebrado por partes sofisticadas, não se estaria diante de

261 Art. 167. É nulo o negócio jurídico simulado, mas subsistirá o que se dissimulou, se válido for na substância e na forma. § 1º Haverá simulação nos negócios jurídicos quando: I - aparentarem conferir ou transmitir direitos a pessoas diversas daquelas às quais realmente se conferem, ou transmitem; II - contiverem declaração, confissão, condição ou cláusula não verdadeira; III - os instrumentos particulares forem antedatados, ou pós-dados.

262 Art. 171. Além dos casos expressamente declarados na lei, é anulável o negócio jurídico: I - por incapacidade relativa do agente; II - por vício resultante de erro, dolo, coação, estado de perigo, lesão ou fraude contra credores. ⁶³ Art. 172. O negócio anulável pode ser confirmado pelas partes, salvo direito de terceiro.

263 Art. 172. O negócio anulável pode ser confirmado pelas partes, salvo direito de terceiro.

264 Art. 177. A anulabilidade não tem efeito antes de julgada por sentença, nem se pronuncia de ofício; só os interessados a podem alegar, e aproveita exclusivamente aos que a alegarem, salvo o caso de solidariedade ou indivisibilidade.

265 SCHREIBER, Anderson, op cit., p. 278.

tutela da parte mais fraca ou de situação assimétrica a justificar o caráter imperativo do regime do dolo no direito civil brasileiro.

Raciocínio semelhante poderia encontrar amparo na Lei nº 13.874/19 (Lei da Liberdade Econômica), de viés ultraliberal²⁶⁶⁻²⁶⁷, cujo alardeado objetivo era “emponderar o Particular e expandir sua proteção contra a intervenção estatal”²⁶⁸. Em prol desse empoderamento, a Lei da Liberdade Econômica procurou valorizar a liberdade dos contratantes frente a normas injuntivas que pudessem limitá-la, esvaziando “de cogência todas as normas de interpretação contratual”²⁶⁹.

A partir não só de seus princípios gerais, mas também da análise de dispositivos específicos, dos quais se destacam o art. 3º, inc. VIII²⁷⁰ da Lei e a redação dada pela Lei aos arts. 113, § 2º²⁷¹ e 421-A, inc. II, do Código Civil²⁷², o intérprete poderia chegar a conclusão

266 NITSCHKE, Guilherme Carneiro Monteiro. Comentário ao Artigo 113 §§ 1º e 2º do Código Civil: Interprestação Contratual a partir da Lei da Liberdade Econômica. In: MARTINS-COSTA, Judith; NITSCHKE, Guilherme Carneiro M. **Direito Privado na Lei da Liberdade Econômica: Comentários**. São Paulo: Almedina, 2022, p. 285.

267 Tal viés é assumido por um dos autointitulados redatores da Lei, que diz o seguinte: “A segunda razão pelo uso de uma declaração de direitos, como técnica redacional, deuse pelo contexto histórico-político que culminou na edição da medida provisória. Pela primeira vez na história moderna do país, um candidato ao Poder executivo federal foi eleito trazendo clara e explicitamente a proposta de que a condução econômica do país seria liberal e anti-social democrata. (...) não é o Estado que concede a liberdade econômica, mas sim somente reconhece algo natural ao cidadão, que a detém” (LORENZON, Geanluca. A formatação da Lei de Liberdade Econômica como parte de política pública. In: OLIVEIRA, Amanda Flávio de (org.). **Lei de Liberdade Econômica e o ordenamento jurídico brasileiro**. São Paulo: D’Plácido, 2020, p. 26.

268 Exposição de Motivos da Medida Provisória nº 881, de 30 de abril de 2019.

269 Ibid., p. 287.

270 Art. 3º. São direitos de toda pessoa, natural ou jurídica, essenciais para o desenvolvimento e o crescimento econômicos do País, observado o disposto no parágrafo único do art. 170 da Constituição Federal: (...) inc. VIII - ter a garantia de que os negócios jurídicos empresariais paritários serão objeto de livre estipulação das partes pactuantes, de forma a aplicar todas as regras de direito empresarial apenas de maneira subsidiária ao avençado, exceto normas de ordem pública.

271 Art. 113, § 2º As partes poderão livremente pactuar regras de interpretação, de preenchimento de lacunas e de integração dos negócios jurídicos diversas daquelas previstas em lei.

272 Art. 421-A. Os contratos civis e empresariais presumem-se paritários e simétricos até a presença de elementos concretos que justifiquem o afastamento dessa presunção,

de que, em contratos empresariais, uma cláusula de remédio único negociada poderia afastar a possibilidade de anulação do negócio por dolo principal, nos termos dos arts. 145 a 150 do Código Civil, já que os contratantes têm a “garantia de que os negócios jurídicos empresariais paritários serão objeto de livre estipulação das partes pactuantes” (art. 3º, LLE), são livres para “pactuar regras de interpretação, de preenchimento de lacunas e de integração dos negócios jurídicos diversas daquelas previstas em lei” (art. 113, § 2º, CC), devendo ser respeitada e observada “a alocação de riscos definida pelas partes” (art. 421-A, II, CC).

Outro argumento possível envolveria a existência de certa aceitação, pela doutrina, da exclusão, pela cláusula de remédio único, da possibilidade de se anular o contrato pela ocorrência de erro. Tratando-se o erro de defeito do negócio jurídico semelhante ao dolo, a exclusão do dolo também poderia se justificar sob essa perspectiva.

5. IMPOSSIBILIDADE DE EXCLUSÃO CONSENSUAL DA POSSIBILIDADE DE ANULAÇÃO DO CONTRATO POR DOLO NO DIREITO BRASILEIRO

Em que pese esses respeitáveis argumentos, entendemos que, à luz do direito brasileiro, não é válida a cláusula contratual que exclui a possibilidade de a parte do contrato pleitear sua anulação pela ocorrência de dolo, consoante as razões expostas adiante.

Por manifestação da autonomia privada, os contratos empresariais têm como características a informalidade e a atipicidade, que se manifestam na criação de modelos jurídicos novos, na transformação e na atribuição de novas funções a modelos antigos. Ao dispor sobre essa liberdade das partes em formatar seus negócios da forma jurídica que mais lhe pareça adequada, o Código Civil circunscreveu-a à observância de suas normas gerais, como dispõe o

ressalvados os regimes jurídicos previstos em leis especiais, garantido também que: (...) II - a alocação de riscos definida pelas partes deve ser respeitada e observada (...).

art. 425 do Código Civil: “é lícito às partes estipular contratos atípicos, observadas as normas gerais fixadas neste Código”.

Dentre essas “normas gerais” previstas pelo art. 425 do Código Civil e que devem ser observadas pelas partes nos contratos atípicos (como é o contrato de M&A), inclui-se a boa-fé objetiva, consagrada pelo art. 422 do Código Civil, que estabelece que “os contratantes são obrigados a guardar, assim na conclusão do contrato, como em sua execução, os princípios de probidade e boa-fé”.²⁷³

Trata-se de “cláusula geral que impõe a adoção de comportamento compatível com a mútua lealdade e confiança nas relações jurídicas”, resultando em “*standards* de conduta leal e confiável”²⁷⁴. Em obra seminal sobre o tema, JUDITH MARTINS-COSTA explica que a boa-fé objetiva é norma jurídica que aponta a uma tríplice qualificação:

(i) um instituto ou modelo jurídico (estrutura normativa alcançada pela agregação de duas ou mais normas; (ii) um *standard* ou modelo comportamental pelo qual os participantes do tráfico obrigacional devem ajustar o seu mútuo comportamento (*standard*) direcionador de condutas, a ser seguido pelos que pactuam atos jurídicos, em especial os contratantes); e (iii) um princípio jurídico (norma de dever ser que aponta, imediatamente, a um “estado ideal de coisas”²⁷⁵.

Na qualidade de instituto jurídico, a boa-fé objetiva “configura um *modelo jurídico complexo e prescritivo*”, conformando uma “estrutura normativa que articula, finalisticamente, normas providas de mais de uma das fontes” e que impõe “ações, condutas, vedações, sanções – e não apenas ‘recomendações’ ao aplicador do Direito”²⁷⁶. Por aplicação

273 SCHREIBER, Anderson, op cit., p. 483.

274 SCHREIBER, Anderson, op cit., p. 429.

275 MARTINS-COSTA, Judith. **A Boa-fé no Direito Privado**. São Paulo: Saraiva. Edição do Kindle, posição 5400.

276 Ibid., posição 5468.

da boa-fé, impõe-se aos sujeitos de direito uma ação de acordo com a lealdade, não-contraditória e desprovida de torpeza:

se pode afirmar que a boa-fé é um princípio que direciona os comportamentos aos valores ético-jurídicos da probidade, honestidade, lealdade e da consideração às legítimas expectativas do parceiro contratual. É por direcionar a valores que a boa-fé objetiva, como um princípio jurídico que também é, conduz o agente – como todo princípio normativo (prescritivo) – a um “estado ideal de coisas” sendo esse “estado ideal” a ação proba, correta, leal (Código Civil, art. 422) em vista do adimplemento satisfativo, fim que polariza toda e qualquer relação contratual. Uma conduta pautada por essa finalidade há de ser seguida por ambos os participantes do vínculo, em atenção aos fins do contrato e ao que determina o programa contratual, sujeitando-os “à recíproca cooperação a fim de alcançar o efeito prático que justifica a própria existência do contrato”. Por fim, no seu momento aplicativo a boa-fé caracteriza um instituto jurídico, uma estrutura normativa produtora de modelos prescritivos. Tem, portanto, força normativa e potencial jurisdicção. É instituto produtor de normas jurídicas, isto é, de comandos dotados de prescritividade (ex.: os contraentes devem agir coerentemente ao pactuado no contrato; o credor deve – ou tem o encargo de – evitar aumentar os seus próprios prejuízos). Esses comandos se expressam, por sua vez, em outros institutos, ligados geneticamente à boa-fé.²⁷⁷

Especificamente nos contratos empresariais, existe uma relação de tensão entre boa-fé objetiva e autonomia privada. De um lado, o direito possibilita que as partes formatem o negócio jurídico da forma que mais lhes pareça adequada. De outro, limita essa liberdade às

277 Ibid., posição 5429.

regras gerais previstas na lei. Como o direito comercial é fortemente influenciado pela prática, nesse âmbito “adquire o princípio da boa-fé tons e cores modulados por uma paleta de significações advindas do viés *confiança* em seus matizes”:

a confiança como confiabilidade ou credibilidade (valorizando-se a posição do agente, isto é, o investimento de confiança daquele que recebe determinada ação ou declaração bem como, por exemplo, a posição de autoridade do emissor da declaração); e a confiança como previsibilidade necessária para o cálculo do investidor, sócio, ou empresário para poder mensurar o risco, apresentando-se especialmente, então, como elemento da segurança jurídica. A confiança é, como bem aponta Anna Lygia Costa Rego, elemento no processo decisório do investidor, espinha dorsal das transações econômicas tanto em seus viés de credibilidade quanto em suas repercussões na segurança das transações. [...] tem-se, nas relações contratuais comerciais, o sentido da boa-fé orientado pela prevalência dos viéses confiabilidade, credibilidade e previsibilidade, valorizando-se a posição do emissário da declaração bem como as possibilidades do cálculo dos riscos²⁷⁸.

À luz da aplicação do princípio da boa-fé aos contratos empresariais, seria juridicamente lícita a exclusão consensual do “remédio” previsto no art. 145 do Código Civil, que possibilita a anulação do negócio jurídico por dolo da contraparte?

JUDITH MARTINS-COSTA entende que não, por dois motivos principais. Primeiro, porque a existência do dolo principal na contratação viciaria a vontade das partes também no que toca à cláusula de remédio único. Segundo, porque “a tentativa de afastar as sanções

278 Ibid., posição 5928

jurídicas para a enganação contratual encontra limite nos princípios da probidade e boa-fé consagrados pelo art. 422 do CC/2002²⁷⁹.

A posição nos parece correta. A ocorrência de dolo antecedente na celebração do contrato eivaria a própria cláusula de remédio único, pois essa mesma disposição foi acordada mediante dolo e acionaria o regime do art. 145 do Código Civil. Realmente, “a doutrina tem defendido a invalidação da cláusula de remédio exclusivo quando na formação do contrato a parte tiver agido com dolo, ao celebrar o negócio já com a intenção de descumprir-lo, ao mesmo tempo que terá se obrigado apenas ao pagamento de uma indenização que muitas vezes é pré-fixada”²⁸⁰.

Além do mais, ainda que se entenda que o regime do dolo é derogável por vontade dos contratantes, seja por se tratar de hipótese de anulabilidade, seja por ser confirmável pelas partes, seja, ainda, por inexistir situação assimétrica na relação contratual, a cláusula geral da boa-fé objetiva limita a autonomia privada, nos termos do art. 425 do Código Civil. Se a boa-fé é uma regra cogente “que direciona os comportamentos aos valores ético-jurídicos da probidade, honestidade, lealdade e da consideração às legítimas expectativas do parceiro contratual”²⁸¹, nos parece que afastar o remédio da anulação a negócios celebrados com dolo (por meio de maquinação, artifícios, mentira) violaria referida disposição do direito brasileiro.

Em nosso entender, a Lei da Liberdade Econômica não tem o condão de afastar esse entendimento. Ao estabelecer que, nos “negócios jurídicos empresariais paritários” todas as “regras de direito empresarial” seriam aplicadas “apenas de maneira subsidiária ao avençado”, com exceção daquelas com natureza de “ordem pública” (art. 3º, inc. VIII), a Lei pouco contribui. Além de acrescentar pouco ou nada ao que já era garantido pela Constituição ou pelo Código

279 MARTINS-COSTA, Judith. Os regimes do dolo civil no Direito brasileiro: dolo antecedente, vício informativo por omissão e por comissão, dolo acidental e dever de indenizar. Revista dos Tribunais. vol. 1046. ano 111. p. 100. São Paulo: Ed. RT, dezembro 2022.

280 COSTA, Cláudia Gruppi; PEREIRA, Guilherme Setoguti J., op cit., p. 329.

281 MARTINS-COSTA, Judith, op cit., posição 2900.

Civil²⁸², a norma olvida que, em contratos de M&A, por exemplo, em regra negócios jurídicos empresariais paritários, a grande maioria dos dispositivos legais aplicáveis advém do direito civil – inadimplemento, vícios de consentimento, condições, cláusula penal, dentre (vários) outros –, e não propriamente do “direito empresarial” invocado pela norma²⁸³. De fato, “é o Direito Civil, como direito comum, o *locus* privilegiado das regras de direito positivo aplicáveis a esses negócios jurídicos”²⁸⁴.

Na verdade, como ressalta RUY PEREIRA CAMILO JUNIOR, a interpretação hiperbólica desse dispositivo ocasionaria a “prevalência do contratado sobre o legislado de modo amplíssimo e incorreria em verdadeira alquimia, pois tornaria subsidiárias também normas que, por seu enunciado incontroverso, pretendem-se imperativas”. De modo algum “será possível se invocar o artigo 3º, VIII, da Lei da Liberdade Econômica para se alterar o próprio texto de outras normas, a pretexto de as interpretar”²⁸⁵.

A nosso sentir, a redação dada pela chamada Lei da Liberdade Econômica ao art. 113, § 2º, do Código Civil também não contribui decisivamente para o objetivo de justificar o afastamento do regime do dolo em contratos no direito brasileiro, até porque não chega a inovar²⁸⁶. De fato, “essa faculdade outorgada às partes no ambiente privado é

282 “A determinação do artigo 3º, VIII, não acrescenta nada que já não era garantido pelo texto constitucional, inclusive a ressalva feita às empresas estatais expressamente pelo artigo 3º, § 5º” (BERCOVICI, Gilberto. As Inconstitucionalidades da ‘Lei de Liberdade Econômica’ (Lei Nº 13.874, de 20 de setembro de 2019). In: SALOMÃO, Luis Felipe; CUEVA, Ricardo Villas Bôas; FRAZÃO, Ana (coord). **Lei de Liberdade Econômica e seus impactos no Direito Brasileiro**. São Paulo: Thomson Reuters, 2020, p. 141).

283 NITSCHKE, Guilherme Carneiro Monteiro. Comentário ao Artigo 113 §§ 1º e 2º do Código Civil: Interpretação Contratual a partir da Lei da Liberdade Econômica. In: MARTINS-COSTA, Judith; NITSCHKE, Guilherme Carneiro M. **Direito Privado na Lei da Liberdade Econômica: Comentários**. São Paulo: Almedina, 2022, p. 211.

284 *Ibid.*, p. 211.

285 CAMILO JUNIOR, Ruy Pereira. Liberdades de Precificação e de Pactuação. In: MARQUES NETO, Floriano Peixoto; RODRIGUES JR., Otavio Luiz; LEONARDO, Rodrigo Xavier (org.). **Comentários à Lei da Liberdade Econômica**, São Paulo: Thomson Reuters, 2019, p. 121-123.

286 NITSCHKE, Guilherme Carneiro Monteiro, *op cit.*, p. 285.

amplamente aceita no ordenamento jurídico brasileiro, por sólida elaboração doutrinária e consagrada orientação jurisprudencial”²⁸⁷. A norma não socorre essa interpretação, primeiro, porque o próprio *caput* do art. 113 (que não foi alterado pela Lei) estabelece que “os negócios jurídicos devem ser interpretados conforme a boa-fé e os usos do lugar de sua celebração”. Segundo, porque, repetindo as disposições do *caput*, o § 1º do art. 113 (este sim, incluído no Código Civil pela Lei), também prevê que “a interpretação do negócio jurídico deve lhe atribuir o sentido que (...) III - corresponder à boa-fé”. Terceiro, porque o direito brasileiro jamais negou que as partes de um contrato pudessem ajustar regras interpretativas próprias, tanto que o próprio Código Civil permite a celebração de contratos atípicos²⁸⁸. A liberdade dos contraentes é “compreendida dentro da moldura das regras legais injuntivas (como, a rigor, toda e qualquer disciplina se queira agregar ao conteúdo contratual)”²⁸⁹, e isso a Lei de Liberdade Econômica não altera.

Da mesma forma, o art. 421-A, inc. II, do Código Civil, ao dispor que “a alocação de riscos definida pelas partes deve ser respeitada e observada”, não socorre aqueles que pretendem atribuir à cláusula de remédio único a possibilidade de afastar o regime do dolo em contratos de M&A, porque, também neste dispositivo, a Lei de Liberdade Econômica foi redundante: “a possibilidade de as partes estabelecerem parâmetros objetivos para a interpretação, a revisão ou a resolução contratual não é inovação da Lei da Liberdade Econômica e se mostra coerente com a disciplina do Código”, revelando-se “ainda mais óbvia a afirmação acerca da necessidade de respeito à matriz de riscos adotadas pelas partes”²⁹⁰.

287 KROETZ, Maria Cândida do Amaral. Interpretações – Art. 113 do Código Civil. In: MARQUES NETO, Floriano Peixoto; RODRIGUES JR., Otavio Luiz; LEONARDO, Rodrigo Xavier (org.). **Comentários à Lei da Liberdade Econômica**, São Paulo: Thomson Reuters, 2019, p. 358.

288 NITSCHKE, Guilherme Carneiro Monteiro, op cit., p. 419.

289 NITSCHKE, Guilherme Carneiro Monteiro, op cit., p. 419.

290 MARINO, Francisco Paulo De Crescenzo. Comentários ao Artigo 421-A do Código Civil: Presunção de Paridade e Simetria em Contratos Cíveis e Empresariais. In: MARTINS-COSTA, Judith; NITSCHKE, Guilherme Carneiro M. **Direito Privado na Lei**

Mesmo nos Estados Unidos, cujo sistema jurídico “reconhecidamente reserva um maior âmbito de atuação à autonomia privada no regramento contratual comparativamente ao Direito brasileiro, [...] as tentativas de garantir total ou parcial imunidade à responsabilidade por dolo pela via contratual são todas banidas pelo direito”²⁹¹.

De fato, em caso apreciado pela *Court of Chancery of the State of Delaware*, os Compradores (*ABRY Partners, L.P.* e *ABRY Partners V Affiliated Investors*) requereram a anulação do contrato de M&A celebrado com *Providence Equity Partners, Inc.* (Vendedora), sob o fundamento de que teriam sido prestadas informações falsas na negociação do instrumento²⁹². Nesse caso, analisado de forma minuciosa por MARINA GUERRA SABADIN, o contrato previa que “a apresentação de pedido de indenização (*indemnity claim*) era o único remédio disponível ao Comprador para o caso de declarações falsas ou imprecisas, sendo vedado ingressar com ação de anulação nos moldes daquela promovida pelo Comprador”²⁹³.

De um lado, o Vendedor argumentava que as partes eram sofisticadas e haviam negociado a inclusão de remédio único. De outro, o Comprador defendia que tal cláusula não era válida, pois “não poderia o Estado admitir e tolerar a tentativa de uma parte de se utilizar do instrumento contratual para se eximir de responder a processo anulatório fundamentado em declaração falsa constante do contrato e expressamente reconhecida pelas partes como essencial

da Liberdade Econômica: Comentários. (Coleção IDiP). São Paulo: Almedina, 2022, p. 523.

291 MARTINS-COSTA, Judith. Os regimes do dolo civil no Direito brasileiro: dolo antecedente, vício informativo por omissão e por comissão, dolo acidental e dever de indenizar. *Revista dos Tribunais*. vol. 1046. ano 111. p. 100. São Paulo: Ed. RT, dezembro 2022.

292 *Abry Partners V, L.P. v. F&W Acquisition LLC, C.A. No. 1756-N (Del. Ch. 2006)*. Disponível [online] in <http://courts.delaware.gov/opinions/download.aspx?ID=72140>. Acesso em 15 de abril de 2023.

293 SABADIN, Marina Guerra. *Autonomia Privada e Licença para Mentir – Uma Investigação Sobre a Possibilidade de Limitação Contratual da Responsabilidade por Dolo*. Monografia apresentada à Escola de Direito da Fundação Getúlio Vargas, 2015, p. 43.

para a formação de sua vontade no sentido de contratar”²⁹⁴. Ao final, a Corte decidiu “pela procedência da ação anulatória promovida pelo Comprador desde que este demonstrasse inequivocamente que o Vendedor (i) prestou declarações e garantias falsas no SPA de modo intencional; ou (ii) sabia sobre a falsidade das declarações e garantias prestadas pela Sociedade Alvo. Isto, pois, em ambas as circunstâncias, teria sido o Vendedor responsável pelos danos sofridos pelo Comprador por ter se pautado em uma mentira quando da formação de sua vontade pela conclusão da compra e venda”²⁹⁵.

JUDITH MARTINS-COSTA também faz referência a esse caso, para consignar que “assim como *fraus omnia corrumpit*, o dolo também tudo corrompe. No Direito brasileiro, similar conclusão é alcançada pelas regras do dolo e pelo princípio da boa-fé objetiva que, como já se anotou, comina de ilicitude a conduta (pré-contratual, inclusive) caracterizada como desleal, artificiosa, fraudulenta, objetivamente incorreta segundo os padrões do tráfego negocial”²⁹⁶.

De fato, partindo das premissas de que (i.) a boa-fé é norma cogente no direito brasileiro²⁹⁷⁻²⁹⁸; (ii.) os contratos atípicos devem observar as regras gerais do Código Civil (art. 425), dentre as quais se inclui a boa-fé (arts. 113 e 422 do Código Civil, por exemplo); e (iii.) o dolo é manobra maliciosa, mentira que induz intencionalmente a contraparte ao erro para manifestação de vontade, parece-nos correto entender que as cláusulas de remédio único que afastam a

294 Ibid., p. 44.

295 Ibid., p. 44.

296 MARTINS-COSTA, op cit., p. 102.

297 Ibid., p. 100.

298 Judith Martins-Costa explica que “o Código Civil atou a sua licitude à observância ‘das normas gerais fixadas neste Código’ (art. 425) dentre elas a boa-fé. Ausente o auxílio das normas de direito supletivo e dispositivo que suprem a autonomia privada no disciplinamento dos contratos típicos, nos atípicos maior atenção terá que ser dada pelo julgador à equação econômica subjacente, ao fim visado pelas partes, e à boa-fé: aí o princípio, cuja eficácia é cogente, auxiliará no disciplinamento concreto do modelo criado ou «refuncionalizado» pela autonomia privada” (MARTINS- COSTA, Judith. **A Boa-fé no Direito Privado**. São Paulo: Saraiva. Edição do Kindle, posição 5870).

possibilidade de anulação do negócio por dolo seriam inválidas no ordenamento jurídico pátrio.

De fato, a boa-fé objetiva incide como limitadora da autonomia da vontade em contratos de M&A, até porque “permite ao agente esperar certa conduta concreta da outra parte e, por consequência, um melhor cálculo”. Nesse sentido, repudia-se a má-fé, que não deve a ninguém aproveitar: “a lei nunca autoriza o dolo, nem permite a cavilação”²⁹⁹.

A nosso ver, outro argumento advoga em favor da invalidade da cláusula de remédio único dessa espécie no direito brasileiro, qual seja, a aplicação da cláusula geral de bons costumes prevista no direito civil brasileiro, como explica JUDITH MARTINS-COSTA:

[...] nos enunciados elásticos (vagos, abertos, porosos, dúcteis ou cláusulas gerais em sentido amplo) verifica-se a ausência, na hipótese legal, de uma prefiguração descritiva ou especificativa. São empregados termos cuja tessitura é semanticamente aberta, muitas vezes dotados de cunho valorativo (bons costumes; boa-fé; justa causa; diligência habitual, etc.). O detalhamento, próprio da casuística, estará ausente. A prescrição é vaga – ao menos na hipótese ou enunciado normativo – aludindo-se com o mínimo de elementos descritivos às circunstâncias de incidência da norma. Basta pensar nos arts. 187, 421, 422, 884, 949, todos do Código Civil: ali se indica, no art. 187, que haverá ilicitude no exercício de direitos se forem manifestamente desbordados, quando daquele exercício, a boa-fé, os bons costumes, o fim econômico e social do direito; no art. 421, que a liberdade de contratar será exercida nos limites e em razão da função social do contrato; no art. 884, que o enriquecido à custa de outrem, sem justa causa, deve restituir o injustamente auferido; e,

299 FORGIONI, Paula A. A Interpretação dos Negócios Jurídicos II – Alteração do Art. 113 do Código Civil: Art. 7º. In: MARQUES NETO, Floriano Peixoto; RODRIGUES JR., Otavio Luiz; LEONARDO, Rodrigo Xavier (org.). **Comentários à Lei da Liberdade Econômica**, São Paulo: Thomson Reuters, 2019, p. 380.

no art. 949, que a indenização, em caso de homicídio, consiste no pagamento das despesas com a vítima e na prestação de alimentos às pessoas a quem o morto as devia “sem excluir outras reparações”, sem, contudo, especificá-las ou indicar as hipóteses em que será devida. Nesses dispositivos, não se detalha nem se define o que sejam boa-fé, bons costumes, função social, ou enriquecimento sem justa causa, nem se especifica quais serão as outras reparações devidas em caso de homicídio. Em todos esses casos, o texto normativo apresenta, ao invés de descrição na hipótese normativa (fato tipo, factispecies), termos e expressões carecidas de determinação (“conceitos vagos”)³⁰⁰.

O Código Civil trata da expressão “bons costumes” em seus arts. 13³⁰¹, 122³⁰², 187³⁰³, 1.336, inc. IV³⁰⁴ e 1.638, inc. III³⁰⁵. A Lei de Introdução às normas do Direito Brasileiro também estabelece que “as leis, atos e sentenças de outro país, bem como quaisquer declarações de vontade,

300 MARTINS-COSTA, Judith, op cit., posição 2900.

301 Art. 13. Salvo por exigência médica, é defeso o ato de disposição do próprio corpo, quando importar diminuição permanente da integridade física, ou contrariar os bons costumes.

302 Art. 122. São lícitas, em geral, todas as condições não contrárias à lei, à ordem pública ou aos bons costumes; entre as condições defesas se incluem as que privarem de todo efeito o negócio jurídico, ou o sujeitarem ao puro arbítrio de uma das partes

303 Art. 187. Também comete ato ilícito o titular de um direito que, ao exercê-lo, excede manifestamente os limites impostos pelo seu fim econômico ou social, pela boa-fé ou pelos bons costumes.

304 Art. 1.336. São deveres do condômino: I - contribuir para as despesas do condomínio na proporção das suas frações ideais, salvo disposição em contrário na convenção; II - não realizar obras que comprometam a segurança da edificação; III - não alterar a forma e a cor da fachada, das partes e esquadrias externas; IV - dar às suas partes a mesma destinação que tem a edificação, e não as utilizar de maneira prejudicial ao sossego, salubridade e segurança dos possuidores, ou aos bons costumes.

305 Art. 1.638. Perderá por ato judicial o poder familiar o pai ou a mãe que: I - castigar imoderadamente o filho; II - deixar o filho em abandono; III - praticar atos contrários à moral e aos bons costumes; IV - incidir, reiteradamente, nas faltas previstas no artigo antecedente. V - entregar de forma irregular o filho a terceiros para fins de adoção.

não terão eficácia no Brasil, quando ofenderem a soberania nacional, a ordem pública e os bons costumes”.

Como ocorre com a boa-fé, os bons costumes são cláusula geral que limita a autonomia da vontade (art. 425 do Código Civil), podendo funcionar como “*pauta de conduta ou comportamento*, servindo para apoiar e guiar as partes desde o processo de formação até à execução do contrato; [...] *pauta de interpretação* dos negócios jurídicos; e, na qualidade de *pauta de integração*, [...] para resolver o problema da incompletude contratual”³⁰⁶. Serve também para “identificar outros deveres, outras proibições que não aqueles postos explicitamente pelas partes ou previstos na disciplina legislativa específica do tipo contratual (legal ou social) em causa”³⁰⁷.

Com isso, os bons costumes podem criar direitos e obrigações laterais ao contrato, gerando “expectativas de comportamento adequado, probo, leal e ético em consonância com os valores e aspirações sociais”³⁰⁸. Para ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, em análise do direito português, existem diversas vertentes dos bons costumes, mas se pode constatar que, “perdida (ou atenuada) a dimensão moral-individual, os bons costumes se enriquecem com um conteúdo jurídico-económico”³⁰⁹.

JUDITH MARTINS-COSTA, por sua vez, defende que os bons costumes deveriam ser “equiparados às boas práticas cominadas aos diversos setores das atividades profissionais – como, por exemplo, boas práticas médicas, de engenharia e de advocacia, bem como em regras de *soft law*, ou ainda em ‘códigos’ de conduta, tais como os integrantes da chamada ‘governança corporativa’”³¹⁰.

306 PELIZZON, Thiago Conceição. Cláusula moral implícita: ofensa à moral e aos bons costumes como causa de extinção de contratos civis e empresariais. *Revista de Direito Privado*. vol. 115. ano 24. p. 81-102. São Paulo: Ed. RT, jan./mar. 2023. **Disponível em:** <http://revistadoatribunais.com.br/maf/app/document?stid=st-rql&marg=DTR-2023-3408>. **Acesso em:** 16.04.2023.

307 MARTINS-COSTA, Judith, op cit., posição 10577.

308 PELLIZON, Thiago Conceição, op cit., p. 85.

309 CORDEIRO, António Menezes. **Tratado de Direito Civil**. Vol. II. 4ª ed. Lisboa: Almedina, 2014, p. 602.

310 MARTINS-COSTA, Judith, op cit., p. 27571.

Em sendo assim, podemos considerar que os bons costumes se configuram como cláusula geral (e, nesse sentido, limitadora da autonomia privada no direito brasileiro) apta a gerar expectativa de comportamento adequado, probo, leal e ético. Ou, mais do que isso, especificamente nos contratos empresariais, os bons costumes podem ser considerados como sinônimo de usos e práticas normalmente seguidas pelas partes, a indicar um *standard* de probidade que se liga à regularidade da conduta dos agentes econômicos no mercado.

Nesse sentido, parece-nos que, tal qual ocorre com a boa-fé, também podemos considerar que a cláusula de remédio único que afasta a possibilidade de anulação do contrato por dolo acaba por permitir a mentira, o artifício enganador, a fraude, o que encontra vedação no direito brasileiro, também por aplicação da cláusula geral de bons costumes.

6. CONCLUSÃO

Como tentamos demonstrar, apesar de ter surgido em sistemas jurídicos de *common law*, a cláusula de remédio único já se tornou um modelo consagrado em contratos de M&A celebrados em países de *civil law*.

A partir de tal disposição, pretende-se isolar o contrato do sistema jurídico em que ele está inserido, excluindo disposições legais e prevendo especificamente os remédios jurídicos que estarão à disposição das partes em caso de perturbação do contrato.

Acontece que nem sempre a exclusão de remédios legais é cabível. Podem existir normas cogentes, inderrogáveis pelas partes, que limitam a autonomia privada e afastam a possibilidade de regulação total da relação pelo contrato. Parece-nos ser o caso da exclusão da possibilidade de anulação do contrato por dolo.

A ocorrência de dolo antecedente na celebração do contrato eivaria a própria cláusula de remédio único, pois essa mesma disposição foi acordada mediante dolo e acionaria o regime do art. 145 do Código Civil. Além disso, parece-nos que, ainda que se entenda

como derogável o regime do dolo previsto no Código Civil, a cláusula geral da boa-fé objetiva inviabilizaria essa espécie de acordo – que afasta consequência jurídica do dolo –, por ser regra cogente que direciona as partes contratantes a uma conduta proba e leal.

Da mesma forma, também nos parece que se poderia recorrer a cláusula geral dos bons costumes para concluir pela invalidade de referida disposição, dado que a maquinação para levar a parte a celebrar negócio jurídico com representação falsa da realidade violaria a legítima expectativa de comportamento adequado, proba, leal e ético dos contratantes.

REFERÊNCIAS

AZEVEDO, Antônio Junqueira de. **Negócio jurídico: existência, validade e eficácia**. São Paulo: Saraiva, 2018.

BARBOSA, Mafalda Miranda. Ainda o problema da fixação contratual dos direitos do credor: as cláusulas de *sole remedy*, *basket amount* e *no consequential loss*. Revista da Ordem dos Advogados, Lisboa, n. 1-2, 2020.

BENETTI, Giovana. **Dolo no Direito Civil: uma análise da omissão de informações**. São Paulo: Quartier Latin, 2019.

COSTA, Cláudia Gruppi; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. A Cláusula de Remédio Exclusivo e a Resolução do Contrato por Inadimplemento. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von; PEREIRA, Rafael Setoguti J. (coord.). **Fusões e Aquisições (M&A)**. São Paulo: Quartier Latin, 2020, p. 307.

CORDERO-MOSS, Giuditta. Conclusion: the self-sufficient contract, uniformly interpreted on the basis of its own terms: an illusion, but not fully useless. In: CORDERO-MOSS, Giuditta (org.). **Boilerplate clauses, international commercial contracts and the applicable law**. Cambridge: University of Cambridge, 2011.

CORDEIRO, António Menezes. **Tratado de Direito Civil**. Vol. II. 4^a ed. Lisboa: Almedina, 2014.

DI GRAVIO, Valerio. Clausola di único rimedio. CONFORTINI, Massimo (coord.). **Clausole Negoziali**. Vincenza: UTET, 2017.

MARQUES NETO, Floriano Peixoto; RODRIGUES JR., Otavio Luiz; LEONARDO, Rodrigo Xavier (org.). **Comentários à Lei da Liberdade Econômica**, São Paulo: Thomson Reuters, 2019.

MARTINS-COSTA, Judith. **A Boa-fé no Direito Privado**. São Paulo: Saraiva, 2018.

MARTINS-COSTA, Judith. Os regimes do dolo civil no Direito brasileiro: dolo antecedente, vício informativo por omissão e por comissão, dolo acidental e dever de indenizar. *Revista dos Tribunais*. vol. 1046. ano 111. p. 100.

MARTINS-COSTA, Judith; NITSCHKE, Guilherme Carneiro M. **Direito Privado na Lei da Liberdade Econômica: Comentários**. São Paulo: Almedina, 2022.

MELLO, Marcos Bernardes de. **Teora do Fato Jurídico – Plano da Validade**. 15^a ed. São Paulo: Saraiva, 2019.

MIRANDA, Francisco Cavalcanti Pontes de. **Tratado de Direito Privado**, 2^a ed., tomo IV. Rio de Janeiro: Borsoi, 1954.

OLIVEIRA, Amanda Flávio de (org.). **Lei de Liberdade Econômica e o ordenamento jurídico brasileiro**. São Paulo: D'Plácido, 2020.

PELIZZON, Thiago Conceição. Cláusula moral implícita: ofensa à moral e aos bons costumes como causa de extinção de contratos civis e empresariais. *Revista de Direito Privado*. vol. 115. ano 24. p. 81-102. São Paulo: Ed. RT, jan./mar. 2023.

PIRES, Catarina Monteiro. Cláusulas de acordo integral e cláusulas de solução única ou de “remédio” único. In: MONTEIRO, Antonio et al. *Encontros de direito civil: a tutela dos credores*. Lisboa: Universidade Católica, 2020.

SABADIN, Marina Guerra. *Autonomia Privada e Licença para Mentir – Uma Investigação Sobre a Possibilidade de Limitação Contratual da Responsabilidade por Dolo*. Monografia apresentada à Escola de Direito da Fundação Getúlio Vargas, 2015.

SALOMÃO, Luis Felipe; CUEVA, Ricardo Villas Bôas; FRAZÃO, Ana (coord). **Lei de Liberdade Econômica e seus impactos no Direito Brasileiro**. São Paulo: Thomson Reuters, 2020.

SCHREIBER, Anderson. **Manual de Direito Civil Contemporâneo**. 4ª ed. São Paulo: Saraiva, 2021.

TEPEDINO, Gustavo; OLIVA, Milena Donato. **Fundamentos do Direito Civil – Teoria Geral do Direito Civil**. 3ª ed. Rio de Janeiro: Atlas, 2021.

VETTESE, Maria Celeste. Multinational companies and national contracts. In: CORDERO- MOSS, Giuditta (org.). **Boilerplate clauses, international commercial contracts and the applicable law**. Cambridge: University of Cambridge, 2011.

INTERPRETAÇÃO DOS CONTRATOS DE M&A: A INADEQUAÇÃO DOS CÂNONES DE DIREITO PRIVADO

Alexandre Ginzel (USP, São Paulo)

RESUMO: O presente estudo tem por objeto a interpretação dos contratos de M&A, assunto negligenciado pelos estudos de direito comercial no Brasil. Neste artigo, sustento a hipótese de que os contratos de M&A são dotados de características especiais e requerem uma metodologia específica de interpretação. Tais especificidades - como a natureza das partes contratantes, a proveniência da *common law* e a padronização das cláusulas - tornam os cânones de interpretação contratual expedientes metodológicos impróprios quando aplicados a essa classe de contratos. O artigo divide-se em quatro partes. Na segunda parte, ancorado na interdependência entre sistema econômico e direito contratual, mostro a conveniência da utilização dos aportes da Análise Econômica do Direito (*Law and Economics*) para a interpretação do contrato no atual estágio do capitalismo e discorro sobre as especificidades estruturais e a função econômica dos contratos de M&A, com o escopo de ressaltar a sua singularidade em relação aos demais tipos contratuais e os problemas interpretativos que dele emergem. Na terceira parte, contraponho os cânones de interpretação vigentes nos sistemas de tradição romanística àqueles praticados nos países de *common law*, com o objetivo de questionar a adequação dos cânones interpretativos para resolver os problemas típicos dos contratos de M&A. Na quarta parte, por fim, procuro extrair e sintetizar as principais conclusões com base nos argumentos desenvolvidos.

Palavras-chave. Interpretação contratual. Redação contratual. Fusões e aquisições. Direito comparado. Hermenêutica jurídica. Direito e economia.

ABSTRACT: *The present article aims to address the interpretation of M&A contracts, a topic that has been neglected in corporate law studies in Brazil. In this article, I argue that M&A contracts display special characteristics that require a specific methodology of interpretation. These specificities, such as the nature of the contracting parties, the influence of common law, and the standardization of clauses, render the canons of contractual interpretation inadequate when applied to this class of contracts. The article is divided into four parts. After a brief introduction, in the second part, relying on the interdependence between the economic system and contract law, I demonstrate the relevance of incorporating insights from Law and Economics in interpreting contracts in the current stage of capitalism. I also discuss the structural specificities and economic function of M&A contracts to highlight their uniqueness in comparison to other types of contracts and the interpretative issues that arise from them. In the third part, I compare the prevailing canons of interpretation in the systems of Romanistic tradition with those practiced in common law countries, aiming to question the adequacy of traditional interpretative canons in resolving the typical problems of M&A contracts. Finally, in the fourth part, I extract and summarize the main conclusions based on the arguments developed throughout the article.*

Keywords. *Contract Interpretation. Contract Drafting. Mergers & Acquisitions. Comparative Law. Legal Hermeneutics. Law & Economics.*

1. INTRODUÇÃO

Os contratos de alienação de participação societária de controle, mais conhecidos pela abreviação da expressão inglesa *mergers and acquisitions* (M&A), figuram entre os mais importantes contratos da atualidade, dada a sua relevância econômica no atual estágio de evolução do capitalismo. Em função da complexidade das operações econômicas que esses se destinam a regular, a disciplina dos contratos de M&A acaba por extrapolar as barreiras do direito contratual, sendo também moldado pelo direito societário, pelas normas contábeis e

pelas práticas e costumes empresariais. O produto resultante dessas variáveis é, de um lado, um grande número de tipos de contratos de M&A, moldados conforme as necessidades da operação, e de outro, uma estrutura estável de provisões e cláusulas contratuais, capaz de equacionar a pluralidade de interesses envolvidos.

Os contratos de M&A comportam ainda outras peculiaridades merecedoras de destaque. Enumero três delas: (i) a natureza das partes contratantes; (ii) as suas origens no direito costumeiro (*common law*); e (iii) a padronização das cláusulas.

A natureza das partes contratantes é uma característica digna de atenção em matéria de direito contratual, pois se relaciona intimamente com questões como a capacidade de avaliar e suportar riscos, com o poder de barganha e negociação dos termos, e com as conseqüências em caso de inadimplemento do contrato. No caso, à diferença de contratos regidos por leis especiais (como os de consumo), e à semelhança dos demais contratos civis, presume-se que as partes em contratos de M&A possuem capacidade paritária de avaliar e negociar os riscos envolvidos³¹¹. Também, à diferença de contratos celebrados entre partes não-empresárias, e à semelhança de outros contratos celebrados entre partes empresárias, a quebra injustificada de contratos de M&A pode vir acompanhada de graves sanções reputacionais³¹², prejudicando sua futura capacidade de contratação e participação no mercado.

311 Assim o art. 421-A do Código Civil: “Os contratos civis e empresariais presumem-se paritários e simétricos até a presença de elementos concretos que justifiquem o afastamento dessa presunção, ressalvados os regimes jurídicos previstos em leis especiais, garantido também que: I - as partes negociantes poderão estabelecer parâmetros objetivos para a interpretação das cláusulas negociais e de seus pressupostos de revisão ou de resolução; II - a alocação de riscos definida pelas partes deve ser respeitada e observada; e III - a revisão contratual somente ocorrerá de maneira excepcional e limitada.”

312 Sobre os impactos positivos e negativos da reputação sobre a capacidade de contratação e sobre futura conduta das partes contratantes, veja-se: KLEIN, Benjamin; LEFFLER, Keith B. *The Role of Market Forces in Assuring Contractual Performance*, vol. 89, *Journal of Political Economy*, 1981, no. 04, pp. 615-641; SCOTT, Robert E. *Conflict and Cooperation in Long-Term Contracts*, vol. 75, *California Law Review* (1987), pp. 2030-2034.

Quanto à sua proveniência da *common law*, observa-se que os contratos de M&A, no contexto do direito contratual anglo-saxão, são informados por princípios e incentivos próprios, por vezes conflitantes com os incentivos do direito contratual de países de tradição romanística, tais como as condições objetivas para que uma promessa seja considerada como integrada ao contrato (*terms of contract*); a ausência de um conjunto específico de normas para regular cada tipo contratual; e o menor campo de incidência da boa-fé³¹³. Quando exportados a outros sistemas jurídicos, problemas típicos dos chamados “transplantes legais”³¹⁴ logo entram em cena, como as técnicas de adaptação do direito estrangeiro às circunstâncias locais.

Em terceiro lugar, conexas à peculiaridade das origens, constata-se a particularidade da padronização das cláusulas. Essa conexão se dá na medida em que os princípios típicos do direito contratual nos países de *common law* moldam de forma particular os contratos de M&A, especialmente pela extensão, terminologia e natureza das provisões contratuais. Com o escopo de propiciar segurança e previsibilidade às partes, os contratantes, onde quer que estejam localizados no planeta, utilizam sempre as mesmas estruturas de cláusulas e (longa) extensão contratual. Mesmo em países como a Alemanha, reconhecida por sua capacidade de “fazer muito em poucas palavras”³¹⁵, sobretudo pela presença de grandes escritórios britânicos e estadunidenses em operações *cross-border*, o panorama vem se invertendo.

A literatura especializada mais recente no Brasil tem conferido especial importância a temas como a recepção e a natureza jurídica de

313 Cf. CARTWRIGHT, John. *Contract Law: an introduction to the English Law of Contract for the civil lawyer*. 3rd ed. Oxford: Bloomsbury, 2016, pp. 64-83.

314 O termo “transplantes legais” é utilizado para descrever situações de recepção de um ordenamento. Para tratamento mais aprofundado sobre a questão, ver: WATSON, Alan. *Legal Transplants: an approach to Comparative Law*. 2nd ed. Athens and London: University of Georgia Press, 1993. Pp. 21-21; GRAZIADEI, Michele. *Comparative Law, Transplants and Receptions*, in REIMANN, Mathias; ZIMMERMANN, Reinhard (Orgs). *The Oxford Handbook of Comparative Law*. 2nd ed. Oxford: Oxford University Press, 2019. Pp. 442-474.

315 HILL, Claire A.; KING, Christopher. *How Do German Contracts Do as Much with Fewer Words?*, vol. 79, *Chicago-Kent Law Review*, 2004, pp. 889-926.

determinadas cláusulas pelo direito brasileiro (*e.g: representations and warranties, earn-out, material adverse changes*), bem como a validade ou invalidade de determinadas disposições (por exemplo, o *sandbagging*). No entanto, por mais completos e úteis que esses estudos sejam para elucidar pontos controvertidos e melhor operacionalizar os contratos de M&A no Brasil, descaram um importante aspecto prático, especialmente em litígios: a interpretação desses contratos.

Nas páginas que se seguem, sustento a hipótese de que os tradicionais cânones da hermenêutica contratual, elaborados segundo os moldes da dogmática do direito privado de países de tradição romanística, tornam-se expedientes metodológicos impróprios quando aplicados aos contratos de M&A em face das particularidades desses contratos aventadas.

2. NATUREZA E FUNÇÃO ECONÔMICA DOS CONTRATOS DE M&A

2.1 NATUREZA E ANÁLISE ECONÔMICA DOS CONTRATOS

a) Contratos: do antigo ao novo paradigma

O contrato, em sua definição abstrata, é o acordo entre duas ou mais partes para constituir, regular ou extinguir entre elas uma relação jurídica de conteúdo patrimonial³¹⁶. Remete-se à categoria de ato de autonomia privada ou negócio jurídico, a qual expressa o ato por meio do qual o sujeito dispõe de sua própria esfera jurídica³¹⁷.

Historicamente, o dogma da vontade posicionava a essência do contrato, e genericamente do negócio jurídico, na vontade criativa do indivíduo. Como consequência, tanto uma declaração destituída

316 BIANCA, Cesare M. *Diritto Civile, III: Il Contratto*. 2° ed. Milano: Giuffrè, 2000, p. 1

317 Melhor dito por Massimo Bianca: “*Il soggetto esplica la propria autonomia privata mediante atti negoziali: è appunto mediante gli atti negoziali che il soggetto organizza la propria vita e dispone dei propri interessi, acquistando o alienando beni patrimoniali, contraendo matrimonio, obbligandosi ad eseguire prestazioni, costituendo società commerciali, ecc.*” (BIANCA, Cesare M., Op. Citada, p. 8)

de vontade, como uma declaração não correspondente à vontade real do sujeito não poderia ter valor de negócio. Os casos em que a lei atribuísse efeitos jurídicos às declarações desacompanhadas da vontade real deveriam ser tratados de forma excepcional.

Todavia, tal concepção voluntarística, desenhada pela escola jusracionalista e acolhida pelo *Code Civil* de Napoleão, portava consigo um claro significado ideológico liberal, correspondente aos anseios da classe mercantil da segunda metade do século XIX, segundo o qual devia o ordenamento jurídico ocupar-se simplesmente de garantir as condições para o exercício da liberdade, da qual a liberdade de contratar é espécie. O negócio jurídico era então reconhecido como afirmação da vontade do indivíduo, e o contrato meio jurídico idôneo de realização de suas pretensões, servindo indistintamente a todos os tipos de relação de troca (*i.e.*, bens de consumo, bens essenciais ou meios de produção) e independente da classe social dos indivíduos.

Para atender aos interesses e às exigências da produção nacional durante a ascensão do fascismo, as quais não se ajustavam ao paradigma liberal, contudo, passou-se a garantir aos indivíduos uma avaliação objetiva e funcional das pessoas e de suas respectivas declarações, viabilizando o depósito da confiança em tais declarações. No lugar do conceito individualista de senhoria da vontade, a nova concepção acolhia o conceito de autonomia da vontade, que não mais significava a liberdade irrestrita de cada um, mas uma liberdade limitada e concedida pelo Estado por meio do ordenamento jurídico, compelindo-os a operar dentro da órbita de finalidades que esse sanciona.

As modificações introduzidas pelo ordenamento fascista não constituíram o estágio final da noção do contrato. Influxos advindos do positivismo jurídico e do marxismo contribuíram para moldar a concepção atual do instituto. Hoje, segundo Orlando Gomes³¹⁸, tal concepção é marcada pelo reconhecimento da desigualdade material das partes, culminando na limitação da liberdade de contratar e no

318 GOMES, Orlando. *Contratos*. 24^a ed. Rio de Janeiro, 2001, pp. 7-8.

encolhimento da esfera da autonomia privada, especialmente na determinação do conteúdo dos contratos, com maior ingerência do Estado na esfera econômica; e também pelas novas técnicas de contratação, acarretando a simplificação e a despersonalização do processo de formação dos contratos. Fala-se, nesse contexto, do declínio da figura tradicional do contrato³¹⁹ por alusão ao declínio da vontade contratual, fenômeno que também encontra eco no direito contratual da *common law*³²⁰.

Apesar dessa evolução, que sugere maior atenção às desigualdades materialmente presentes, persistem ainda diversos cânones obrigatórios de interpretação, tanto em países de *common law* como de *civil law* calcados no voluntarismo. Cânones os quais há muito perderam sua razão filosófica³²¹ de existir e, como se verá, também sua razão econômica.

b) Análise econômica do contrato

O contrato, enquanto categoria jurídica autônoma, refere-se sempre a uma operação econômica subjacente. Embora não se confunda com essa, ele é o reflexo, a tradução jurídica dos atos materiais de circulação da riqueza. Não de forma meramente passiva, como a simples conversão de um código linguístico a outro, mas também ativa, tutelando, mediante determinados arranjos colocados à disposição dos sujeitos de direito pelo ordenamento jurídico, certos interesses e excluindo outros tantos³²². Exerce, portanto, função econômica, a qual varia na medida dos interesses que se buscam atender.

319 Cf. SANTORO-PASSARELLI. *Libertà e autorità nel diritto civile*. Padova: CEDAM, 1997, p. 93

320 GILMORE, *The Death of Contract*, 2nd ed. Columbus: Ohio State University Press, 1995.

321 Para história e negação dos cânones de interpretação na hermenêutica jurídica e filosófica, ver o ótimo estudo: SOLON, Ari Marcelo. *Hermenêutica Jurídica Radical*. São Paulo: Marcial Pons, 2017.

322 ROPPO, Enzo. *O contrato*, traduzido por Ana Coimbra e M. Januário C. Gomes, Coimbra: Almedina, 2009, pp. 7-11.

A função econômica dos contratos não é uma categoria fixa. Uma vez que estas se referem a operações econômicas, a sua função é determinada pela espécie e quantidade de operações econômicas que o contrato busca disciplinar, isto é, dependem do modelo de organização econômica vigente em cada época, por sua vez historicamente mutável. O próprio grau de incidência e difusão do contrato como mecanismo regulador depende, essencialmente, do modo de funcionamento do sistema econômico³²³.

Diante desse paradigma, reconhece-se que, se o contrato não se confunde com a operação econômica subjacente, sendo titular de uma “dignidade” jurídica que a ele confere autonomia, por outro, em uma economia de livre-mercado, assim caracterizada pela aptidão dos particulares em figurar como partes em acordos voluntários para governar as relações de trocas entre si, não se pode negar a conveniência de uma análise econômica do contrato.

A análise econômica do contrato possui dois significados ou abordagens distintas. Em uma primeira abordagem, refere-se ao estudo do contrato como fenômeno jurídico de ordem geral, destinado a responder questões como os efeitos das normas jurídicas na conduta dos atores econômicos e se tais efeitos são socialmente desejáveis³²⁴. Reconduz-se ao campo das pesquisas sociológicas em sentido amplo, com o escopo de indicar ou explicar soluções jurídicas eficientes sobre o plano econômico. Em uma segunda abordagem, é a avaliação do contrato enquanto *fattispecie* concreta³²⁵. Comum a ambos é a utilização das ferramentas analíticas fornecidas pela Análise Econômica do Direito.

Em sua segunda abordagem, a análise econômica do contrato concorre a especificar a ‘economia do negócio’, a analisar o contrato enquanto instrumento de mediação e de realização de concretos

323 _idem, pp. 24-26

324 KAPLOW, Louis; SHAVELL, Steven. *Economic Analysis of Law* in AUERBACH, Alan J.; FELDMAN, Martin (Editors) *Handbook of Public Economics*, vol. 3, Amsterdam, London and New York: Elsevier, 2002, p. 1666

325 BIANCA, Cesare M. Op. Citada. P. 28

interesses práticos. Tal especificação pode absorver duas diversas funções. A primeira, de ordem interpretativa, toma em consideração a efetiva posição das partes para determinar aquilo que elas razoavelmente podiam esperar do contrato, sendo a razoabilidade da expectativa determinada pelo significado normal da operação econômica subjacente. Em segundo lugar, tal especificação tem lugar na integração da relação contratual. A economia do negócio concorre a especificar a causa concreta do contrato, isto é, os interesses que o contrato se dirige concretamente a realizar. A relação contratual deve então ser integrada mediante uma disciplina legal que seja apropriada à causa e, portanto, à economia do negócio³²⁶.

Dito isso, o conceito básico sobre o qual Análise Econômica do Direito elabora suas premissas é o de “completude” do contrato³²⁷. Tradicionalmente, um contrato é qualificado como completo quando prevê uma descrição completa de um conjunto de possíveis contingências e formula em termos explícitos uma solução para cada uma dessas contingências. O termo “contingência” expressa as alterações decorrentes de variáveis “exógenas”, como o aumento de custos de produção, e “endógenas”, relativas ao comportamento, como uma conduta destinada a fugir de um acordo encampado por um termo contratual reputado desvantajoso ou mesmo uma mentira deliberada. As análises econômicas concluem geralmente que se um contrato é completo, não há outra atitude a ser tomada para o aumento de eficiência do contrato senão a execução dos seus termos conforme expressos. A incompletude, nesse aspecto, é condição necessária para um papel ativo na interpretação.

Contudo, como nenhum contrato no mundo real é completo em tais termos, o conceito de completude é resgatado de três maneiras: (i) como paradigma teórico; (ii) reconhecendo o uso de cláusulas abertas

326 _idem, p. 29

327 COHEN, George M. *Interpretation and implied terms in contract law* in DE GEEST, Gerrit (ed.) *Encyclopedia of Law and Economics: Contract Law and Economics*, Vol. 6, 2nd ed. Cheltenham and Northampton: Elgar, 2011, pp. 126-127

com o escopo de englobar todas as situações possíveis; e (iii) atribuir o conceito de completude ao uso eficiente da informação disponível.

Dispensando maiores explicações o primeiro item, o uso de cláusulas abertas versa sobre a possibilidade de especificação de cada contingência de forma exaustiva. Caso tais cláusulas gerais habilitem a provisão de todas as contingências possíveis, o contrato, do ponto de vista obrigacional, será considerado completo³²⁸. Muitas vezes, as partes recorrem ao uso de cláusulas abertas para estatuir uma metodologia interpretativa que torne o contrato completo, por exemplo, por meio de cláusulas que excluem determinada extensão de significado de um termo ou sua interpretação de uma determinada forma que acabe por implicar outro significado³²⁹.

Corrente na modelagem econômica formal é a atribuição da completude à quantidade de informação disponível. Sob essa ótica, um contrato é considerado completo quando as partes utilizam toda a informação privada disponível a eles, mesmo quando não especificam de forma exaustiva a solução para todas as contingências³³⁰.

A partir disso, surgem inúmeras questões de como, quando e de que forma os contratos devem ser interpretados em caso de disputa, especialmente porque a completude dos contratos envolve os chamados custos de transação, que crescem à medida que se busca tal completude, por exemplo, por meio da redação ostensiva do contrato. Muitas vezes, esses custos chegam a superar os benefícios obtidos.

Embora não isento de críticas, bem como não se restringindo a uma só corrente, o modelo de análise contratual oferecido pela Análise Econômica do Direito é atualmente dominante nos debates acadêmicos dos Estados Unidos e desde a década de 90 vem ganhando popularidade em outros círculos, inclusive nos países de *Civil Law*.

328 Cf: SHAVELL, Steven. *On the Writing and Interpretation of Contracts in Journal of Law, Economics and Organization*, vol. 22, no.2, 2006, pp. 289-314.

329 Cf: CHARNY, David. *Hypothetical Bargains: The Normative Structure of Contract Interpretation* in *Michigan Law Review*, vol. 89, no. 7, 1991, pp. 1815-1879.

330 HERMALIN, Benjamin; KATZ, Michael L. *Judicial Modification of Contracts between Sophisticated Parties: A More Complete View of Incomplete Contracts and their Breach* in *Journal of Law, Economics and Organization*, vol. 9, no.2, pp. 230-255

Apesar disso, inúmeras discussões continuam a ser desenvolvidas de modo completamente alheio a análises econômicas, quando não a rejeitam expressamente.

2.2 A ESPECIFICIDADE DOS CONTRATOS DE M&A: ESTRUTURA, CONTEÚDO E FUNÇÃO

As operações de M&A referem-se ao procedimento de combinação (*merger*) e transferência da propriedade de sociedades (*acquisition*). Os contratos de M&A são os títulos jurídicos por meio da qual tais operações são instrumentalizadas. Nasceram, portanto, no contexto da *common law*, para regular os propósitos e as expectativas que emanam dessa classe de operações, as quais serão abordadas ao longo deste tópico.

Antes de tudo, cumpre esclarecer uma questão terminológica. Por “contratos de M&A”, geralmente compreende-se não apenas um, mas uma série de contratos, os quais se chamam de preliminares (*preliminary*), colaterais (*collaterals*) e principais (*core*). Preliminarmente, em operações de M&A, como muitas informações confidenciais são compartilhadas, além de negociações e leilões entre ofertantes, ocorre a necessidade de estabelecer acordos de confidencialidade (*non-disclosure agreement*), de exclusividade (*exclusivity agreements*), cartas de intenções (*letters of intent*) e acordos de defesa conjunta (*joint defense agreements*). Colaterais às operações de M&A, arranjos trabalhistas e de outras relações jurídicas em curso devem ser realizados, ocasionando a necessidade de criar acordos trabalhistas (*employment agreements*) e de não-concorrência (*non-competition agreements*). Do mesmo modo, para viabilizar a operação, alguns requisitos legais ou convencionais podem ser pedidos, tipicamente envolvendo a obtenção reunião de informações, de modo a fornecê-las a interessados, como reguladores e acionistas, dando origem a documentos separados como os *support agreements*, *voting agreements* e *lock-up/option agreements*, bem como, nos casos em operações envolvendo financiamento bancário, dos

financing agreements. Todavia, todos esses documentos conduzem ao documento final, definitivo da operação, o *Stock Purchase Agreement*.

Conforme explica John C. Coates IV³³¹, os contratos de M&A servem a propósitos gerais, comuns aos demais tipos de contrato, como a memorização e especificação dos termos, mas também a propósitos específicos, ou, ao menos, de importância majorada no contexto de M&A. Nesse sentido, possuem um papel crucial na especificação dos termos da operação econômica, que é, na maioria das vezes, bastante complexa, e na comunicação do acordo a terceiros. Dada tal complexidade, aliada à usualmente longa extensão temporal das operações de M&A, principalmente nas de maior volume, disputas envolvendo os termos do acordo são frequentes. Servem, assim, ao propósito de dirimir as controvérsias, atributo especialmente relevante, uma vez que a escolha do órgão julgador, da lei aplicável e demais mecanismos de resolução de litígios poderão ser determinantes no desfecho de conflitos futuros.

Quanto à sua estrutura, a maioria dos contratos de M&A segue um padrão básico, embora adaptável as circunstâncias específicas da operação. Esse padrão serve para garantir a segurança das transações e para garantir que determinados padrões de mercado sejam observados no contrato³³², possibilitando às partes controlar os termos negociados. No entanto, observa-se que recorrentemente as partes em contratos de M&A conscientemente promovem as chamadas “ambiguidades estratégicas”³³³, as quais ocorrem pela escrita proposital de termos contratuais incompletos, vagos e abertos. Essa conduta tem por escopo garantir maior flexibilidade às partes no cumprimento das expectativas que eventualmente surjam no curso das negociações e/ou durante a execução do contrato.

331 COATES IV, John C. *Contracts: Purposes, Types, Regulation, and Patterns of Practice* in Harvard John M. Olin Discussion Paper Series, Paper No. 825, Apr. 2015, p. 3

332 ENGELHARDT, Clemens. *Mergers & Acquisitions: Strategien, Abläufe und Begriffe im Unternehmenskauf*. Wiesbaden: Springer, 2017, p. 29

333 DOUGLAS BERNHEIM, B.; WHINSTON, Michael D. *Incomplete Contracts and Strategic Ambiguity* in *The American Economic Review*, vol. 88, no. 04, 1998, pp. 902-932.

Interessante anotar que os contratos principais (*Sale and Purchase Agreements*), em sua maioria, são concluídos em inglês, mesmo quando a língua nativa de ambas as partes não é o inglês, e mesmo quando a lei aplicável e a jurisdição eleita para dirimir as controvérsias em nenhum modo se relacionam com a língua inglesa. Isso ocorre especialmente por duas razões: (i) porque contratos de M&A (contratos de compra e venda de participação societária) não são expressamente tipificados naquele ordenamento jurídico (como no caso do Brasil), carecendo de uma disciplina legal apropriada; (ii) para expandir o número de possíveis interessados, uma vez que o inglês é hoje a “língua dos negócios” e que os potenciais adquirentes podem vir de qualquer localidade.

Vale ainda dizer que, entre ambas as razões, a primeira há de ser destacada. Ausente uma disciplina legal específica, o adquirente e o vendedor não podem simplesmente ater-se aos aspectos econômicos básicos, como objeto e o preço, e remeterem o restante à lei. Esse modo de agir, comum em contratos de compra e venda de menor complexidade, seria impraticável no caso da alienação de participação societária, pois substancialmente, aquilo que é transferido com participação societária não é apenas a ação ou quota da sociedade e os direitos que lhe são inerentes, mas um conjunto de ativos tangíveis e intangíveis, como propriedade intelectual, imóveis e licenças regulatórias, além de implicarem em uma variedade de mudanças nas relações nas relações contratuais e não contratuais com um grande número de sujeitos.

O conteúdo dos contratos de M&A, do ponto de vista formal, geralmente obedece à seguinte divisão³³⁴, conforme sua nomenclatura em inglês: (1) *definitions and usage*; (2) *sales and transfer of shares; closing*; (3) *representations and warranties*; (4) *covenants*; (5) *conditions precedent*; (6) *terminations provisions*; (7) *indemnification*; (8) *tax*; (9) *defined terms* e (10) *miscellaneous*.

334 Cf: AMERICAN BAR ASSOCIATION. *Model Stock Purchase Agreement with Commentary*. 2nd ed, 2010, pp. 9-70

O conteúdo dos contratos de M&A, sob o ponto de vista da análise econômica, cumpre as seguintes funções, já anteriormente apontadas na introdução: especificação, alocação de riscos, administração de processos, controle e partilha de informação, prestação de serviços e resolução de disputas. Cada uma dessas funções é desempenhada formalmente por diferentes partes do contrato. Por vezes, de forma conjunta, por vezes de forma separada. O entrelaçamento de funções, objetivado na multiplicidade e inter-relação entre as cláusulas, torna a interpretação dos contratos de M&A uma tarefa verdadeiramente desafiadora³³⁵.

Quanto à especificação, essa se subdivide entre especificação de estrutura, especificação da negociação e especificação do preço. A especificação da estrutura reflete em como a operação será desenvolvida, por exemplo: compra de ações ou de ativos, estrutura em um passo (*one step*) ou em múltiplos (*multi-step*). A especificação dos negócios, por sua vez, diz respeito à descrição legal dos negócios a serem adquiridos, identificando quais os ativos serão incluídos ou excluídos, ou as companhias a serem incluídas ou excluídas da operação. Por fim, a especificação de preço diz respeito não ao *quantum* devido, mas também questões sobre a moeda envolvida no pagamento, mecanismos de ajustes de preço, e até mesmo fórmulas envolvendo o valor da ação, quando essa é utilizada como moeda na operação.

A alocação de riscos é exercida por diversas cláusulas, e se relaciona essencialmente com os incentivos e informações disponíveis às partes sobre os riscos negociais envolvidos na operação, com incidência direta sobre o preço. Usualmente, as cláusulas de *indemnities* são aquelas elaboradas para refletir economicamente a função dos contratos de seguro - tais como os limites (máximo e mínimo) do valor das indenizações envolvidas ou o período para alegar a compensação devida - e frequentemente buscam substituir ao direito material e processual normalmente aplicável. As *Representations* também

335 Cf: COATES IV, John C. Op. citada, p. 12

desempenham um papel na alocação de riscos, mediante a correção, em termos, da assimetria informacional existente entre compradores e vendedores³³⁶.

Sobre a administração de processos, ocorre que as operações necessitam de tempo e esforço de diversas partes. Para coordenar esses esforços, os contratos de M&A executam a função de administrá-los. Essa função é refletida nas cláusulas de *conditions* (ou *conditions precedent*) que, por sua vez determina os passos a serem tomados antes das partes serem obrigadas a concluir a operação (*closing*), bem como pela cláusula de rescisão (*termination*) do contrato, que usualmente determina um ponto de parada forçado em quão longo o processo pode ser, antes que as partes tenham o direito de sair da operação. Muitas funções de administração do processo também se encontram nos *covenants*, que incluem cláusulas gerais de “esforços”, obrigando as partes a empregarem determinadas ações, as vezes em datas específicas, para atingir os diversos objetivos de modo a concluir a operações³³⁷.

Quanto ao controle e partilha da informação, os contratos de M&A são geralmente estruturados de modo a dispor sobre o controle e a quantidade de informação que será divulgada no período da assinatura do contrato (*signing*), entre o *signing* e o *closing* e mesmo até após o *closing*. Os contratos de M&A geralmente se valem dos *covenants* para endereçar a assimetria de informação e *representations* para aprimorar a precificação. As *negative covenants* servem à função de obrigar a prestação de informações porque normalmente o processo de negociação envolve o comprador propondo restrições rígidas e a *target* tendo que explicar o motivo das exceções³³⁸.

Acerca da prestação de serviços, os contratos de M&A normalmente requerem às partes de providenciar serviços umas as outras. Em aquisições parciais, o vendedor tipicamente retém operações e ativos que eram usadas pela *target*, e portanto continuarão

336 *idem*, pp. 15-16

337 *idem*, pp. 16-17

338 *idem*, pp. 17-18

a ser úteis após a conclusão da operação, até que o comprador possa substituí-los, o que pode levar mais tempo do que a condução do negócio. Tais serviços incluem serviços de informações, bem como funções especializadas executadas por empregados-chave³³⁹.

Quanto à resolução de disputas, diversas provisões contidas na cláusula de *miscellaneous* endereçam a questão da resolução de litígios entre as partes, inclusive mediante o emprego de métodos alternativos de resolução de controvérsias. Some-se a isso os esforços para minimizar os custos de executar outras provisões contratuais, endereçados mediante a criação de contas-*escrow* e *hold backs*, os quais também podem ser entendidos como esforços para administração da resolução de disputas³⁴⁰.

Há de se ter em conta que os contratos de M&A não são realizados entre indivíduos não-empresários, mas entre empresários. Essa peculiaridade não é trivial. Primeiro, porque incide sobre a questão da “desigualdade material”, determinante para a aplicação de um ou de outro conjunto de regras contratuais para tutelar a relação jurídica existente e para justificar o maior ou menor grau de intervenção estatal sobre a autonomia privada. Segundo, porque as empresas são titulares de um universo de interesses e estratégias para assegurá-los que não são partilhadas por outros sujeitos de direito. Guiadas pelo escopo de assegurar a maximização dos lucros, as empresas defrontam-se com o problema contratual de simultaneamente assegurar a eficiência transacional³⁴¹, tanto antes quanto após o investimento no objeto que integra o escopo do contrato. O que se deixa em aberto é quando e até que ponto essas diferenças justificam a aplicação de um princípio ou critério específico para regular a interpretação dos órgãos decisórios.

339 *idem*, p. 18

340 *idem*, p. 18

341 Nos dizeres de Schwartz e Scott: “Parties trade efficiently when, and only when, the value of the exchanged performance to the buyer exceeds the cost of performance to the seller. Parties invest efficiently when their actions maximize a deal’s expected surplus” (SCHWARTZ, Alan; SCOTT, Robert. E, *Contract Theory and the Limits of Contract Law* in *Yale Law Journal*, vol. 113, no. 541, 2003, p. 545

Consoante a lição de Alan Schwartz e Robert E. Scott³⁴², o problema acaba por tangenciar as bases da teoria contratual. De acordo com esses autores, considerada a pluralidade de tipos contratuais, inseridos em uma longa cadeia que vai dos contratos padronizados entre empresas até os contratos entre consumidores, somada à vaga definição – corrente entre os autores de sistemas de *common law* - do contrato como “qualquer promessa executável pelo direito”, o direito contratual carece tanto de uma teoria descritiva completa (a qual explica o “ser” do direito), devido a incapacidade de abarcar esse vasto domínio, quanto de uma teoria normativa completa (a qual explica o “dever-ser” do direito). Teorias de cunho normativo fundadas em um único princípio, como o da autonomia ou da eficiência, pecam pela heterogeneidade dos contextos contratuais em que essas teorias devem ser aplicadas. Teorias normativas pluralistas, querendo resolver tais problemas, exortam as cortes a perseguir eficiência, justiça, boa-fé e a proteção da autonomia individual, porém carecem de um “meta-princípio” capaz de dizer quais desses objetivos devem prevalecer em caso de conflito.

Como solução, tais autores³⁴³ propõem, simplesmente, uma teoria normativa contratual exclusivamente aplicável para contratos empresariais. Segundo os autores, o direito contratual deve facilitar os esforços das partes contratantes em maximizar os ganhos conjuntos nas transações – e nada além disso. À guisa do atual paradigma do direito contratual, entendo não haver motivos para rejeitar o princípio da eficiência como princípio normativo regulador dos contratos entre empresas, desde que se tenha em conta o efetivo poder de barganha das partes e a sofisticação dos agentes econômicos envolvidos, visto que, por vezes, há empresários e sociedades empresárias que o são apenas formalmente, mais se assemelhando a indivíduos ordinários do que a poderosas entidades econômicas, capazes de compreender plenamente as operações e vicissitudes do mercado.

342 _idem, p. 543

343 _idem, p. 544

Todas essas especificidades dos contratos de M&A suscitam problemas e questionamentos que lhe são próprios, tais como: de que forma os contratos de M&A podem ser executados em ordens jurídicas que não os regulam expressamente? Como lidar com a ambigüidade e entrelaçamento das cláusulas e operacionalizar as suas diversas funções econômicas? Como os contratos de M&A podem maximizar os ganhos conjuntos das partes?

Essas questões partilham ainda um mesmo problema hermenêutico, que nelas se encontra latente: qual a adequada metodologia de interpretação dos contratos de M&A? E isso, pois: (i) não é possível executar um adequado “transplante jurídico” sem um método adequado de interpretação e integração dos contratos; (ii) não é possível operacionalizar as funções econômicas de forma segura em um contrato permeado por entrelaçamentos e ambigüidades sem um método adequado de interpretação; e (iii) não é possível efetivar o aludido princípio da eficiência se não acompanhado de um método de interpretação que permita desvelar com precisão o conteúdo semântico das cláusulas desses contratos e traduzir seus propósitos econômicos em linguagem que permita sua execução pelos tribunais, em caso de eventual disputa.

Segundo nosso argumento, o instrumental empregado pela Análise Econômica do Direito, sendo em sua maioria destinado ao preenchimento de lacunas em contratos incompletos e a estabelecer regras padronizadas para quando as partes contratantes não manifestam preferências acerca de uma determinada questão, expressa um importante meio de captar as diferenças materiais em jogo e, com isso, oferecer modelos de interpretação mais satisfatórios conforme as experiências contratuais concretas.

Ainda, admitindo-se que os contratos empresariais são permeados por propósitos econômicos, a análise econômica constitui ainda mais valiosa ferramenta de auxílio ao intérprete, que se verá melhor equipado para atender a tais interesses.

3. INTERPRETAÇÃO DOS CONTRATOS DE M&A

3.1 OS CÂNONES DA INTERPRETAÇÃO CONTRATUAL: *CIVIL LAW* E *COMMON LAW*

As controvérsias em torno do significado das disposições privadas implicam sempre em uma discussão, que se desenvolve mediante o uso de argumentos com o escopo de resolvê-la. A partir de tal argumentação, nasce uma lógica jurídica, que não obedece aos parâmetros dos procedimentos dedutivos, mas se constitui de justificações persuasivas, fundadas sobre a adesão a normas, princípios e valores históricos circundantes. Os discursos, assim elaborados, têm por fim compreender o texto contratual, expresso na forma de um conjunto de palavras que fixam os termos contratuais, ou adaptá-lo, de modo que esse assuma o sentido tido por aceitável ou justo³⁴⁴.

A interpretação do contrato e das convenções, formulada pelas doutrinas europeias em sistemas de derivação romanística, empregam argumentações provenientes do direito romano e as reescrevem e reelaboram conforme as demandas práticas de sua época. A consciência da historicidade da interpretação permite não apenas compreender seu processo de formação, como, especialmente, a relatividade das regras das quais fazemos uso³⁴⁵.

No modelo atual, os códigos contemporâneos de direito privado procuram fixar os seus cânones interpretativos na forma de preceitos jurídicos, extraíndo-os das sugestões e conclusões elaboradas pela doutrina. Ainda que essa cristalização não implique em uma completa imobilização dos cânones, consentindo a variedade de aplicação de regras hermenêuticas, o resultado inevitável é impossibilidade de uma completa desvinculação da tradição e, por conseqüência, de regras pensadas no contexto da resolução de problemas contingentes

344 Cf: BRUTTI, Massimo. *Interpretare i contratti: la tradizione, le regole*. Roma: G. Giappichelli, 2017, p. 1

345 _idem, pp. 1-2.

a uma determinada época. O risco de desajuste ou inadequação dessas regras para as novas modalidades de operações econômicas e para eficiência do mercado é sempre presente.

São exemplos desse modelo o *Codice Civile* italiano, cujas regras de interpretação do contrato encontram-se sistematicamente fixadas nos artigos 1362 a 1371, o *Code Civil* francês, dos artigos 1188 a 1192. O BGB alemão, amparado na idéia de negócio jurídico, provisiona no parágrafo 133 a “Interpretação da declaração de vontade” (*Auslegung von Willenserklärung*), estatuinto que: “quando uma declaração de vontade é interpretada, é necessário verificar a vontade verdadeira (*wirkliche Wille*), em vez de aderir ao significado literal da declaração”; e no parágrafo 157, que estatui que os contratos devem ser interpretados de acordo com os requisitos da boa-fé, com atenção aos usos praticados. Já o Código Civil brasileiro, também esteado na idéia de negócio jurídico, consagra oito artigos esparsos para as normas de interpretação (arts. 112, 113, 114, 421-A, 422, 819, 843, 1.899), sendo aquelas provisionadas nos artigos 112, 113, 421-A e 422 de especial importância para os contratos.

Doutrinariamente, distingue-se a interpretação subjetiva da interpretação objetiva dos contratos. A interpretação subjetiva busca determinar a vontade real dos contratantes, ao passo que à interpretação objetiva é atribuída função subsidiária, tendo lugar quando não se puder identificar a efetiva intenção das partes³⁴⁶. No entanto, como se viu, a distinção é frágil, pois com a aparição da teoria preceptiva e negação do dogma da vontade, a investigação da “vontade das partes” se torna vazia de conteúdo, valendo a determinação do significado normativo do contrato.

Nos códigos, são regras de interpretação subjetiva: i) busca pela vontade verdadeira, no lugar da interpretação literal do contrato (art. 133 do BGB, art. 1362 do *Codice Civile*, art. 1188 do *Code Civil* e art. 112 do Código Civil); ii) o contrato deve ser interpretado sistematicamente, isto é, considerada a inter-relação das cláusulas (art. 1.363 do *Codice*

346 GOMES, Orlando. Op. citada, pp. 201-202.

Civile e art. 1.189 do *Code Civil*); e iii) na dúvida, em um contrato pré-determinado por uma das partes, deve-se interpretar a favor da outra parte (art. 1370 do *Codice Civile*, art. 1.190 do *Code Civil* e art. 113, § 1º, IV do Código Civil). São regras de interpretação objetiva: a) o contrato deve ser interpretado conforme a boa-fé e os usos do lugar de sua celebração (art. 157 do BGB, art. 1.366 do *Codice Civile* e art. 422 do Código Civil; b) a interpretação deve conduzir à conservação dos efeitos do contrato (art. 1.191 do *Code Civil* e do art. 1.367 do *Codice Civile*); c) nas cláusulas ambíguas, as expressões devem ser entendidas no sentido mais conveniente à natureza do objeto e do contrato (art. 1.369 do *Codice Civile*); d) não se pode interpretar cláusulas claras e precisas sob pena de desnaturação (art. 1.192 do *Code Civil*); e e) as partes negociantes poderão estabelecer parâmetros objetivos para interpretação das cláusulas negociais e de seus pressupostos de revisão ou de resolução (art. 421-A do Código Civil).

Quando uma ou outra regra interpretativa não se encontra positivada por um ou outro código, tais regras são adotadas pelos intérpretes na forma de um percurso a ser seguido, isto é, de uma metodologia, capaz de esclarecer o conteúdo dos contratos. Chama a atenção que, vistas de forma conjunta, muitas dessas regras são a expressão legal dos métodos prescritos por Savigny³⁴⁷, no século XIX, a saber: literal, lógico, sistemático e histórico.

Um primeiro problema consiste no fato de que o conceito de “intenção comum” não é uniforme na doutrina. Para Francesco Messineo³⁴⁸, a intenção comum tem lugar quando duas declarações de vontade dirigem-se a um mesmo objeto, superando as diferenças entre os interesses buscados individualmente por cada um. Para Luigi Ferri³⁴⁹, a intenção comum deve ser buscada tendo em conta o tipo específico do contrato, pelo que a intenção comum é buscada mediante

347 SAVIGNY, Friedrich Carl Von. Op citada, vol. I, pp. 203-207.

348 MESSINEO, Francesco. *Dottrina generale del contratto*, Milano: Giuffrè, 1946, pp. 350-357

349 FERRI, Luigi. *Lezioni sul contratto: corso di diritto civile*, 2ª ed, Bologna: Zanichelli, 1982, p. 146

o sentido de cada declaração que o receptor deveria compreender segundo um padrão de diligência típico para a situação. Para a teoria preceptiva, conforme Luigi Mosco³⁵⁰, no entanto, a intenção comum não existe em termos subjetivos. Intenção comum é meramente o sentido das declarações expressas no contrato.

Na experiência brasileira, a busca pela intenção comum das partes ocorre por meio de um processo praticamente homogêneo, qualquer que seja a espécie do contrato. No primeiro estágio desse processo, colhe-se a evidência que demonstra a intenção comum das partes mediante o significado dos dispositivos contratuais. Parte-se da linguagem literal adotada no contrato, em atenção aos usos que a comunidade interpretativa do declarante atribui às palavras (interpretação subjetiva). Em seguida, conforme determina o cânone da boa-fé³⁵¹, se a verdadeira intenção da parte que conferiu a declaração foi contratualmente estabelecida ou admitida ao tempo da declaração, e a outra parte a compreendeu da mesma forma, essa intenção determina o conteúdo do contrato sem referência a qualquer outro parâmetro (interpretação objetiva). Da conjugação entre os cânones da vontade verdadeira e da boa-fé (artigos 112 e 113 do Código Civil), surge a necessidade de interpretar o contrato como um todo, isto é, com consideração às outras provisões contratuais; os propósitos econômicos do contrato, em atenção ao seu referencial socioeconômico e as circunstâncias específicas que circundam a execução do contrato, isto é, o contexto em que esse foi celebrado.

350 MOSCO, Luigi. *Principi sulla interpretazioni dei negozi giuridici*, Napoli: E. Jovene, 1952. p. 93

351 Em particular, na Alemanha, adota-se como base para o cumprimento do cânone da boa-fé a chamada “perspectiva objetiva do recipiente da declaração” (*Empfängerhorizont*), a qual, para além da minuta contratual, toma em consideração fatores como comunicações pré-contratuais, as práticas comuns do mercado, o propósito (causa) do contrato e as declarações das partes perante a corte. No Brasil, por outro lado, o cânone da boa-fé é atendido por referência ao modelo abstrato do “homem médio”, isto é, pela forma com que uma pessoa “normal e razoável” compreenderia as declarações de vontade, considerando as mesmas circunstâncias fáticas que o declarante e o receptor se encontravam. Cf: BUSCHE, Jan. *Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch*, Band 5.1, 7. Auflage, München: C.H Beck, 2018, nota 12 ao § 133; MARINO, Francisco Paulo De Crescenzo. *Interpretação do negócio jurídico*, São Paulo: Saraiva, 2011, p. 185.

Caso nenhuma evidência possa ser encontrada a partir da intenção comum das partes, os tribunais procedem à segunda fase da análise, que envolve a interpretação objetiva das disposições contratuais. O Código de Processo Civil aceita como prova de intenção todos os meios legais e moralmente legítimos, ainda que nele não contido (art. 369). Portanto, são admitidas como meio de prova da intenção, por exemplo: a opinião de um perito especialmente designado pelo tribunal, certificados oficiais, audiência das partes no tribunal e audiência das testemunhas. *E-mails*, minutas contratuais podem assim ser utilizados como meios de prova, mas também o questionamento direto às partes e de possíveis testemunhas. Assim, a peculiaridade do sistema jurídico brasileiro, que, em realidade, é praticamente a mesma de todos os sistemas jurídicos de derivação romanística, consiste na ampla admissibilidade de materiais externos no processo de interpretação, incluindo a vontade das partes, sua conduta subsequente e intenção declarada em documentos prévios.

O que se vê delinear, no âmbito da interpretação dos contratos no Brasil, são as características de um profundo formalismo e subjetivismo. Formalismo, pois o Código Civil insere no ordenamento os cânones de uma metodologia formulada no século XIX e os aplica a toda espécie de contrato ou negócio jurídico. Formalismo, ainda, porque, mesmo levando em consideração as desigualdades materialmente presentes nos casos concretos, os tribunais recorrem a parâmetros gerais e abstratos para aplicação dos cânones. Subjetivismo, pois, tendo por escopo alcançar a vontade real das partes, um dogma que, se não se encontra completamente superado, está profundamente modificado, as cortes recorrem a inúmeros expedientes processuais, muitas vezes lentos e custosos, para enfim determinar hipoteticamente a vontade das partes.

Diversa é a abordagem praticada pelos países de *common law*. No âmbito do direito inglês, a interpretação do contrato é um exercício objetivo baseado em identificar o significado das palavras que as partes quiseram atribuir para expressar suas intenções. Tal exercício também é baseado em cânones, chamados de “cânones de

construção” (*cannons of construction*), os quais estatuem, por exemplo, que termos específicos têm prioridade sobre termos gerais e que as cláusulas não são interpretadas de forma isolada, mas como parte de todo o documento. É de se notar que o termo *construction*, na *common law*, difere da *interpretation*. Essa designa a atividade de atribuir às cláusulas o significado previsto pelas partes, aquela também engloba a integração do conteúdo do contrato,

A objetividade da interpretação, nestes termos, significa que não é necessário considerar o que as partes pretenderam ou que quiseram que o contrato significasse, ou mesmo o que de fato acreditam que significava. Trata-se do significado das palavras conforme compreendido por uma *reasonable person*.

Conforme relatam Wolfgang Breyer, Júlio César Bueno, Brian Gaudet e Shy Jackson³⁵², é interessante notar que a objetividade do direito inglês, a qual se exprime mediante a eleição do contrato como ponto de partida e no significado literal das palavras conforme seu uso corrente, nem sempre teve os mesmos contornos. Na segunda metade do século XX, o direito inglês começou a considerar o contexto em que o contrato era realizado como relevante para a interpretação. Movia-se em direção a uma interpretação “menos literal”, na qual a Câmara dos Lordes (*House of Lords*) manifestava a “superação do tempo em que os acordos eram isolados dos fatos em que ele foram criados e interpretados puramente a partir de considerações linguísticas”³⁵³. Entretanto, percebeu-se que essa abordagem encontrava limitações, por exemplo, em acordos comerciais, culminando na admissão, por parte dos juízes, de sua falta de expertise para compreender as noções e os motivos pelas quais as partes entram em transações desta espécie. Os juízes, então, entenderam que não competia a eles determinar o que era comercialmente razoável ou não, impulsionando um novo movimento em direção a uma interpretação mais literal, com menos

352 BREYER, Wolfgang; BUENO, Júlio César; GAUDET, Brian; JACKSON, Shy. *What to the words mean: different approaches to the interpretation of contracts in The International Construction Law Review*, vol. 36, no. 2. 2019, p. 174

353 Cf: *Prenn vs Simmonds* [1971] 1WLR1381

ênfase no contexto comercial, embora mantendo o princípio da interpretação objetiva na determinação da intenção das partes.

De modo paradigmático, no caso *Rainy Sky AS VS Kookmin Bank*³⁵⁴, a Suprema Corte inglesa, na pessoa de Lord Clarke, sustentou que onde a linguagem utilizada pelas partes é imprecisa, o tribunal pode se distanciar de seu sentido natural em direção a um sentido alternativo, que reflita mais precisamente o que uma *reasonable person* com o conhecimento real e presumido das partes concluiria que as partes queriam dizer com a linguagem que usaram, mas que, todavia, isso não justificava a busca, por parte do tribunal, por falhas no contrato, de modo a facilitar o deslocamento do significado natural da linguagem utilizada. O mesmo princípio foi reafirmado em 2015, em *Arnold vs Britton*³⁵⁵, em 2015, no qual o juiz Lord Neuberger identificou sete fatores que afetavam a interpretação e afirmou que a confiança depositada no *commercial common sense* e nas circunstâncias factuais não deveriam ser invocadas para subestimar a importância da linguagem em que o contrato foi construído. Em seguida, complementa que a ausência de clareza não justifica que um tribunal embarque em uma busca por imprecisões na redação do contrato de modo a facilitar o desvio do sentido natural da linguagem. Também observou que, mesmo que o *commercial common sense*, seja um importante fator a ser considerado quando se interpreta um contrato, o tribunal deve ser muito cuidado ao rejeitar o significado natural das provisões contratuais como correto simplesmente porque aparente desvantajoso a uma das partes.

Nos Estados Unidos, outro sistema de *common law*, a experiência é bastante semelhante³⁵⁶: os tribunais, via de regra, determinam a intenção das partes de acordo com o significado gramatical simples (*plain meaning*) das palavras no contrato, independente da intenção

354 [2011] UKSC 50

355 [2015] UKSC 36

356 BREYER, Wolfgang; BUENO, Júlio César; GAUDET, Brian; JACKSON, Shy. *What to the words mean: different approaches to the interpretation of contracts in The International Construction Law Review*, vol. 36, no. 2. 2019, p. 178

subjetiva de cada uma das partes. Se a linguagem do contrato for imprecisa, admite-se o recurso aos usos e costumes (*custom and usage*), e se o significado simples das palavras não fizer sentido, pode o tribunal transpor, rejeitar ou suplementar as palavras para deixar o sentido do contrato mais claro. Porém, conforme a orientação do Tribunal de Nova Iorque, tal procedimento só é realizado quando a imprecisão conduz à sua inexecução no todo ou em parte.

Quando uma linguagem contratual é suscetível de ter mais de um sentido, é considerada ambígua. Nos Estados Unidos, compete aos tribunais decidir quando uma linguagem contratual é assim considerada, porém a decisão sobre o que significam esses termos ambíguos compete a um júri. Os tribunais identificam a presença de dois tipos de ambiguidade: a ambiguidade patente (*patent ambiguity*) e a ambiguidade latente (*latent ambiguity*). O tipo de ambiguidade é o que decidirá se os tribunais aceitarão evidências fora do contrato para determinar o seu conteúdo³⁵⁷.

A ambiguidade patente é aquela imediatamente aparente da leitura do contrato, por exemplo, quando as cláusulas expressam duas disposições contraditórias, por exemplo permitindo e depois proibindo algo. A ambiguidade latente é aquela não imediatamente aparente da leitura do contrato, mas que se torna ambígua por fatores externos.

Quando um tribunal decide que existe uma ambiguidade latente, competirá ao tribunal, cuja orientação pode não ser a mesma em todos os Estados, admitir ou não evidências extrínsecas (*parol evidence*) para determinar o conteúdo do contrato. Isso ocorre por conta da *Parol Evidence Rule*, espécie cânone interpretativo por meio do qual se proíbe a utilização de evidência externa ao contrato escrito quando este se pretende como a expressão completa e final do acordo³⁵⁸.

357 *idem*, pp. 178-179

358 A doutrina comumente divide a *Parol Evidence Rule* de acordo com a flexibilidade de sua aplicação: a aplicação estrita da *Parol Evidence Rule* (*hard-PER*) consiste na exclusão da evidência extrínseca e apoia-se inteiramente no contrato escrito, enquanto na aplicação flexível (*soft-PER*) admite-se tanto a evidência escrita quanto a extrínseca. Cf.: POSNER, Eric A. *Parol Evidence Rule, the Plain Meaning Rule, and the*

Ao cânone da *Parol Evidence Rule*, somam-se aqueles da interpretação contra aquele que redigiu o contrato, correspondente ao *contra proferentem* do direito inglês; o de que a interpretação deve ser realizada de modo a não considerar nenhum elemento como supérfluo; e aquele que impele a considerar a ausência de um item, quando outros do mesmo gênero estiverem presentes na cláusula, como querida pelas partes (*ejusdem generis*).

De tais características, percebe-se que o modelo interpretativo dos sistemas jurídicos de *common law* é objetivo e textualista. Objetivo, pois não se preocupa em determinar a vontade real das partes, ou melhor, preocupa-se apenas com a vontade real conforme o termo contratual. Textualista, pois, ao contrário do que ocorre na experiência brasileira ou em outros sistemas jurídicos de tradição romanística, a ênfase recai mais sobre o significado literal da linguagem do que sobre a “intenção nelas consubstanciada”. Embora tanto em um como em outro sistema o significado literal do contrato é tomado como ponto de partida, acabam por divergir em suas soluções quando o sentido do contrato é ambíguo.

Considerando os problemas particulares aos contratos de M&A enunciados no tópico precedente, comparo as metodologias de interpretação praticadas em um e outro sistema, não tanto para afirmar uma “superioridade intrínseca” da *common law* sobre a *civil law* na resolução desses problemas, quanto para questionar qual a aptidão dos cânones interpretativos positivados nos códigos do direito privado para resolvê-los.

Tomemos como exemplo o primeiro problema, relativo à ausência de tipificação dos contratos de M&A no Brasil. A dialética entre a eleição de um ordenamento jurídico sem uma disciplina específica para os contratos de M&A e a sua origem na *common law* suscita um importante problema interpretativo quando as partes pactuam termos como “*this contract shall be governed and interpreted by the Laws of the Federative Republic Brazil*”. Ora, considerando a ausência

Principles of Contractual Interpretation in University of Pennsylvania Law Review, vol. 146, no. 533, 1997, pp. 533-577

de regulação legal deste tipo contratual, essa referência cai em uma espécie de vazio, considerando que não há uma disciplina específica para regular a alienação das participações societárias no Brasil.

Traduzida literalmente, essa disposição diz que o contrato deve ser regido (*governed*) e interpretado (*interpreted*) pelas leis brasileiras. Entretanto, os dispositivos contidos nos contratos de M&A são feitos e pensados para não ser integrados por uma disciplina legal. São contratos que, na realidade, pretendem-se autossuficientes, onde quer que tenham sido celebrados. Disso, emana um paradoxo hermenêutico: um contrato escrito e pensado segundo categorias da *common law* deve ser interpretado em um ordenamento jurídico diverso. A função do intérprete, no caso, tem a missão de decodificar o texto contratual pensado segundo as categorias do direito anglo-saxão e requalificá-lo segundo o direito brasileiro. Cuida-se, em última instância, de propiciar que o contrato estrangeiro encontre moradia no ordenamento jurídico pátrio.

Na prática, para superar essa classe de problemas, as partes pactuam cláusulas interpretativas para pré-determinar o significado dos termos contratuais e, com isso, superar quaisquer obstáculos impostos pela legislação nacional. Essa solução foi acolhida expressamente pelo direito brasileiro: “*Art. 421-A. Os contratos civis e empresariais presumem-se paritários e simétricos até a presença de elementos concretos que justifiquem o afastamento dessa presunção, ressalvados os regimes jurídicos previstos em leis especiais, garantido também que: I - as partes negociantes poderão estabelecer parâmetros objetivos para a interpretação das cláusulas negociais e de seus pressupostos de revisão ou de resolução*”.

À primeira vista, pode-se pensar que o cânone estabelecido no art. 421-A do Código Civil é adequado e eficiente para resolver o problema da ausência de regulação dos contratos de M&A no Brasil. Contudo, deve-se rejeitar tal afirmativa, pois, o que o cânone realmente revela é o reconhecimento da autossuficiência e a desnecessidade de integração do contrato pelo direito nacional. De fato, nenhum problema interpretativo como a resolução de uma ambigüidade ou

a validade de uma cláusula perante o ordenamento jurídico pátrio é solucionado mediante o apelo a tal cânone.

Também outros cânones pouco ou nada contribuem para a resolução eficiente do problema da determinação da vontade das partes em contratos de M&A. Tomemos, como outro exemplo, os contratos preliminares em operações de M&A, tais como o *Memorandum of Understandings* (MoU) ou a *Letter of Intent* (LOI), em vista dos cânones da prevalência da intenção das partes sobre o sentido literal da linguagem (art. 112) e o da boa-fé (art. 113), que fundamentam a admissão de uma larga base de prova da intenção das partes.

Na prática, tanto o MoU como a LOI têm a função de servir como instrumento para a negociação dos termos contratuais de forma preliminar e não definitiva. É sabido pelas partes que, devido à complexidade das operações, os interesses e expectativas envolvidos não se mantêm estáveis até a conclusão e execução do contrato final. Em outras palavras: tais contratos são desenhados para comportar a instabilidade de interesses das partes, de modo a possibilitar que as declarações de vontade sejam sempre provisórias, senão quando afirmadas no contrato final.

Apesar disso, em caso de litígio, tais documentos, somados ainda a e-mails, testemunhas e audiência direta das partes, seriam de fato admitidos por um tribunal brasileiro para determinar a vontade das partes, em função da aplicação dos cânones interpretativos contidos nos artigos 112 e 113. A partir disso, dois seriam os resultados possíveis: (1) após análise cuidadosa dos documentos, o tribunal concluirá que tais documentos não devem ser considerados para determinar a vontade das partes; ou (2) o tribunal utilizará esses documentos para determinar a vontade das partes. No primeiro caso, terá produzido uma solução ineficiente, pois terá produzido uma grande quantidade de custos para se chegar a um idêntico resultado caso não os admitissem na análise, e no segundo caso, se encontrará sujeito a erros judiciais, podendo considerar como incorporadas ao contrato certas declarações que as partes não quiseram, mas que, ao final, podem vir a favorecer uma das partes.

Outros cânones, no entanto, contidos nos incisos I e II do mesmo artigo 113 do Código Civil, incluídos pela Lei nº 13.874, de 2019, chamam a atenção por sua semelhança com alguns parágrafos do *Uniform Commercial Code* (§2-204) dos Estados Unidos, além da incorporação do princípio *contra proferentem*, no inciso IV. Conforme segue:

“Art. 113. Os negócios jurídicos devem ser interpretados conforme a boa-fé e os usos do lugar de sua celebração. § 1º A interpretação do negócio jurídico deve lhe atribuir o sentido que:

I - for confirmado pelo comportamento das partes posterior à celebração do negócio;

II - corresponder aos usos, costumes e práticas do mercado relativas ao tipo de negócio;

III - corresponder à boa-fé;

IV - for mais benéfico à parte que não redigiu o dispositivo, se identificável; e

V - corresponder a qual seria a razoável negociação das partes sobre a questão discutida, inferida das demais disposições do negócio e da racionalidade econômica das partes, consideradas as informações disponíveis no momento de sua celebração” (destaques são meus)

“§ 2-202. Final Written Expression: Parol or Extrinsic Evidence.

Terms with respect to which the confirmatory memoranda of the parties agree or which are otherwise set forth in a writing intended by the parties as a final expression of their agreement with respect to such terms as are included therein may not be contradicted by evidence of any prior agreement or of a contemporaneous oral agreement but may be explained or supplemented

(a) by course of dealing or usage of trade (Section 1-205) or by course of performance (Section 2-208); and

(b) by evidence of consistent additional terms unless the court finds the writing to have been intended also as a complete and exclusive statement of the terms of the agreement .” (destaques são meus)

Conforme se verá a seguir, também tais cânones são considerados ineficientes pelos autores de *Law and Economics* nos Estados Unidos para resolução dos problemas ligados aos contratos de M&A e de contratos comerciais complexos.

3.2 EM BUSCA DE UM NOVO PARADIGMA: LAW AND ECONOMICS E A SUPERAÇÃO DOS CÂNONES DE INTERPRETAÇÃO

Sob a perspectiva da *Law and Economics* a interpretação contratual, que inclui a atividade de completar lacunas, solucionar ambiguidades e desconsiderar a linguagem literal quando conveniente, cumpre a função de transformar o contrato que as partes elaboram para sua aplicação pelos tribunais. Não é a interpretação, na ótica da *Law and Economics*, uma atividade para se alcançar a verdadeira intenção das partes, mas ferramenta para o maior alcance da eficiência. Por exemplo, se for considerado eficiente interpretar um termo contratual em determinado sentido, as partes não precisarão incorrer nos custos de especificar como o termo deve ser interpretado no contrato, assumindo que podem confiar ao tribunal a tarefa de interpretação nessa direção. Assim, dado um modo de interpretação, as partes escreverão o contrato de forma eficiente, ora incorrendo nos custos de provisionar certo evento, ora se abstendo³⁵⁹.

Nesse sentido, para os autores de *Law and Economics* a questão de se os cânones de interpretação devem ser obrigatórios ou convencionais perpassa a questão dos custos envolvidos. Por certo, existe uma orientação geral dos autores de que as regras de interpretação devem ser convencionais, contratadas pelas partes, porque as regras obrigatórias acabam por desconsiderar a vontade das partes, muitas vezes impondo-lhes obrigações que não quiseram, de fato, assumir. Contudo, em vez de tomar isso como uma verdade a ser positivada em lei, os autores entendem que há vantagens em adotar regras obrigatórias de interpretação quando se verifica, entre as

359 KAPLOW, Louis; SHAVELL, Steven. *Economic Analysis of Law*, cit., pp. 1707-1708

partes, a presença de assimetrias de informação ou quando o contrato incide sobre o interesse de terceiros.

Veja-se, como exemplo, a abordagem da *Law and Economics* quanto à resolução de ambiguidades contratuais, aplicada ao contexto norte-americano. Richard Posner³⁶⁰ descreve que há cinco formas pelas quais os tribunais podem resolver as ambigüidades contratuais: (1) tentando determinar o que as partes quiseram dizer, isto é, assumir que o imbróglcio interpretativo foi resolvido durante as negociações, mas não foi expresso claramente; (2) tentar determinar que resolução as partes teriam concordado em realizar caso o problema houvesse ocorrido no curso da negociação dos contratos; (3) escolher a solução economicamente mais eficiente, sob a assunção de que é provavelmente aquela que as partes pretenderam, ou ao menos pretenderiam caso houvessem pensado no problema. Tal solução, segundo Posner, é especialmente útil quando a verdadeira intenção das partes não puder ser recuperada e a questão se volta sobre uma vontade hipotética; (4) tratar o caso como um *toss-up* e aplicar alguma regra para quebrar as relações, como a que as ambiguidades serão resolvidas contra quem escreveu o contrato; ou (5) combinar 1 e 4, estatuinto que um contrato escrito é o contrato final e nenhuma outra evidência é necessária além do texto. Este é o método textualista, do qual já se falou.

Richard Posner³⁶¹ prossegue em sua discussão explicando que cada uma dessas abordagens é dotada de benefícios e custos. A primeira, que coincide com aquela praticada no Brasil, é a que contempla os maiores custos, mas também, segundo ele, os maiores benefícios. Os benefícios da segunda, quando comparados com os da primeira, são menores, mas também são menores os custos. A terceira abordagem, segundo ele, pode parecer aquela que confere os maiores benefícios porque produz a interpretação mais eficiente. Todavia, explica que se as partes são os melhores juizes de seus próprios interesses do que os tribunais – afirmação que ele julga verdadeira

360 POSNER, Richard. *The Law and Economics of Contract Interpretation* in Texas Law Review, vol. 83, no. 06, 2005, p. 1590

361 _idem, pp. 1591-1592.

- então suas intenções, quer sejam elas as intenções verdadeiras ou hipotéticas, propiciarão melhor guia para quais os termos eficientes do que uma tentativa dos tribunais de determiná-las diretamente. Acrescenta, ainda, que resolver uma ambiguidade ao adivinhar qual interpretação seria a mais eficiente seria o segundo melhor método de interpretação. O melhor, quando pode ser realizado a um custo razoável, seria determinar o significado do contrato conforme o que as partes entenderam ou entenderiam se tivessem pensado no problema.

Percebe-se, sob tal perspectiva, que o melhor método de interpretação, não é simplesmente aquele mais capaz de descortinar a vontade real das partes, mas sim aquele que minimiza a soma dos custos que as partes arcam com a redação do contrato e as perdas incorridas com a execução ineficiente dos contratos.

Por sua vez, esses métodos de resolução de ambiguidade se relacionam com o paradigma do contrato incompleto da seguinte forma: admitir que um contrato é incompleto implica também em admitir que a vontade das partes é incerta, ou, ao menos, controvertida. Assim, a determinação da intenção verdadeira das partes se torna muito custosa ou até não-existente³⁶². Por isso, a melhor solução acaba por ser a vontade hipotética ou presumida. Sob essa abordagem, os tribunais adotam a metodologia de interpretação que as partes adotariam caso tivessem negociado sobre ela. Uma variante comum é a chamada *majoritarian default approach*, por meio da qual os tribunais tentam identificar qual a metodologia a maioria das partes adotaria.

A determinação da vontade hipotética ou majoritária, no âmbito da Análise Econômica do Direito, é feita por duas metodologias. Na primeira, os tribunais presumem que contratar de modo completo é possível e desejável. Essa presunção tem um componente de ordem positiva e um outro de ordem negativa. O componente positivo consiste na presunção de que as cláusulas contratuais, interpretadas genericamente, são os elementos que mais se aproximam da intenção das partes, pela qual se cria um contrato completo. Essa metodologia

362 COHEN, George M. Op. Citada, p. 130.

é precisamente o textualismo ou literalismo de que já se falou. O componente negativo consiste na presunção de que, se as partes não escreveram um contrato completo, a incompletude é ineficiente, quer intencional ou estratégica, e então a abordagem do tribunal deve ser impedir esse comportamento e incentivar a contratação completa³⁶³. Em tal abordagem, privilegia-se uma aplicação estrita da *Parol Evidence Rule*.

A segunda metodologia de interpretação envolve a presunção de que a incompletude contratual é inescapável ou indesejável. Os tribunais, então, completam as lacunas ou interpretam os termos contratuais presumindo o que as partes quiseram contratar com referência a algum padrão externo aos termos expressos³⁶⁴. Essa metodologia é precisamente aquela do contextualismo - embora o contextualismo não seja uma metodologia única - a qual privilegia a aplicação flexível da *Parol Evidence Rule*.

No caso de contratos complexos - como o são os contratos de M&A - a discussão dos autores de *Law and Economics* se desenvolve precisamente para abarcar os benefícios e os custos de uma aplicação estrita ou flexível da *Parol Evidence Rule*. Defensores de uma aplicação flexível da *Parol Evidence Rule* em contratos de M&A argumentam que, devido ao grande número de declarações realizadas nas fases preliminares de negociação, diversas delas não são incorporadas ao contrato. Admitem que, em função da idiosincrasia dos termos contratuais, é provável que ocorram erros judiciais na execução desses termos e que, por conta do alto valor das transações, tais erros acarretam grandes custos. Entretanto, ponderam que, mesmo assim, a complexidade do contrato normalmente significa que as partes enfrentam grandes custos de transação, pelo que os benefícios de uma aplicação estrita da *Parol Evidence Rule* podem não ser obtidos³⁶⁵.

A explicação parte do seguinte modelo de raciocínio: em contratos complexos, após uma série de negociações, os vendedores

363 *idem*, pp. 130-131

364 *idem*, p. 131

365 POSNER, Eric A. *Op. Cit.*, p. 556

realizam uma série de declarações, incluindo série de promessas e isenções de responsabilidade (a qual podemos chamar de “D”). O contrato consiste em um subconjunto dessas declarações (ao qual chamaremos de “C”). As declarações de C são todas as declarações de D que as partes pretendem que sejam executadas. O conjunto C é naturalmente menor que o conjunto D, pois durante a fase de negociações, os vendedores fazem diversas propostas, algumas aceitas pelos compradores, outras por eles rejeitadas, e algumas, ainda, retiradas pelos vendedores antes que o comprador possa aceitar ou concluir as negociações³⁶⁶. Assim, pode-se chamar as declarações que foram feitas, mas não incluídas no contrato, de C’. Uma vez que partes reduzem C a termo escrito, formam um subconjunto “E”, mas como também emitem outras declarações que integram o contrato, mas não estão escritas, que podem ser chamadas de E’. As declarações contidas em E são menores do que C, porque é custoso escrever todas as declarações no contrato e porque, em certo ponto, os custos marginais de escrever uma declaração adicional excedem qualquer benefício marginal de escrevê-lo³⁶⁷.

Em uma aplicação estrita da *Parol Evidence Rule*, todas as declarações contidas em E e nenhuma declaração contida em E’ ou C’ seria considerada pelo tribunal, enquanto em uma aplicação flexível da *Parol Evidence Rule*, todas as declarações contidas em E e E’ seriam consideradas (isto é, a totalidade de C), mas nenhuma de C’. Se os tribunais nunca cometessem erros, a aplicação flexível da *Parol Evidence Rule* seria sempre preferível, pois permitiria aos tribunais avaliar a totalidade das evidências. Entretanto, a aplicação estrita da

366 Lembrando-se que, conforme o Código Civil, a proposta é obrigatória para o proponente (art. 427), porém, deixa de ser obrigatória nos seguintes termos do art. 428 do Código Civil: “I - se, feita sem prazo a pessoa presente, não foi imediatamente aceita. Considera-se também presente a pessoa que contrata por telefone ou por meio de comunicação semelhante; II - se, feita sem prazo a pessoa ausente, tiver decorrido tempo suficiente para chegar a resposta ao conhecimento do proponente; III - se, feita a pessoa ausente, não tiver sido expedida a resposta dentro do prazo dado; IV - se, antes dela, ou simultaneamente, chegar ao conhecimento da outra parte a retratação do proponente”

367 POSNER, Eric A. Op. Cit., pp. 540-541

Parol Evidence Rule ganha relevância sob a assunção de que os tribunais erram³⁶⁸.

Tribunais erram de modo característico em cada versão da *Parol Evidence Rule*. Sob a aplicação flexível da *Parol Evidence Rule*, os tribunais erram ao executar declarações não incorporadas ao contrato (C', no modelo), pois encontram dificuldades em determinar quais declarações integram ou não o contrato. Em uma aplicação estrita da *Parol Evidence Rule*, os tribunais erram ao potencialmente se recusarem a executar declarações contidas em E', que integram o contrato, mesmo que não escritas. A perda esperada de cada erro é produto do erro característico, e os ganhos contratuais não são capturados em função desse erro³⁶⁹.

O paradigma também considera como relevantes os custos que as partes têm ao escrever as declarações, incluindo os custos de lembrar de reduzi-las a termo escrito e controlar seus potenciais erros (custos de transação). Em um caso que os custos de transação são zero, no caso da aplicação estrita da *Parol Evidence Rule*, as partes podem escolher ou não reduzir uma declaração a termo escrito. Se não a escreverem, não será executada, e perderão os ganhos da negociação. Mas, se a escreverem, será, com certeza executada. Como em tal cenário hipotético não há nenhum custo às partes ao escrever a declaração, as partes incluem todas as declarações no contrato escrito, e as declarações são executadas com precisão perfeita. Sob a aplicação flexível da *Parol Evidence Rule*, em tal hipótese, as partes teriam a mesma escolha, mas nada ganhariam ao escreverem as declarações, pelo que decidem não as escrever. Entretanto, como sob a aplicação flexível da *Parol Evidence Rule* os tribunais erroneamente executam declarações não incorporadas ao contrato, e assim falham ao executar certas declarações contratuais não escritas (E', no modelo), os ganhos não são totalmente realizados. Daí que, quando os custos de transação

368 _idem, p. 542

369 _idem, pp. 542-543

são iguais a zero, a aplicação estrita da *Parol Evidence Rule* se sobrepõe à sua aplicação flexível³⁷⁰.

A análise, no entanto, ganha complexidade quando os custos de transação são maiores do que zero, tomando-se em conta fatores como a comparação entre os custos de transação e o valor das declarações, bem como a probabilidade de um erro do tribunal, o qual, naturalmente, leva em conta características como a complexidade do contrato. Como regra, tem-se que o cálculo do tratamento ideal da *Parol Evidence Rule* toma em conta dois fatores: o montante de custos que as partes incorrem quando reduzem a declaração a termo escrito; e o valor que a declaração contribui para o valor do contrato, descontada pela probabilidade de uma correta decisão judicial em caso de disputa. Quando o valor do primeiro é alto, e o segundo é baixo, privilegia-se a aplicação flexível da *Parol Evidence Rule*, pois ela permite a execução da declaração, mesmo que de forma não totalmente precisa. Quando o valor do primeiro é baixo, e o do segundo é alto, privilegia-se a aplicação estrita da *Parol Evidence Rule*, pois permite que as partes assegurem a execução das declarações ao reduzi-las a termo escrito³⁷¹.

O modelo também trabalha com outra classe de generalizações e presunções. A primeira é a de que os custos de transação tendem a ser mais altos quando as partes são agentes econômicos pouco sofisticados ou quando o contrato é complexo. Partes pouco sofisticadas incorrem em altos custos de transação porque podem não ter conhecimento legal ou porque não possuem a experiência determinar os termos escritos. Em contratos complexos, as partes incorrem em altos custos de transação, pois tem de se lembrar de incluir um grande número de declarações no contrato escrito. A segunda é a de que a probabilidade de um erro judicial ocorrer é maior quando o contrato não é convencional, pois os tribunais trabalham melhor em executar termos contratuais que já conhecem do que aqueles que não conhecem³⁷².

370 *idem*, pp. 543-544

371 *idem*, p. 546

372 *idem*, p. 553

Como resultado, chega-se a constatação de que quando os contratos são convencionais e complexos, a aplicação flexível da *Parol Evidence Rule* é ideal, pois a complexidade ou a falta de sofisticação das partes as previne de reduzir o contrato a termo escrito, enquanto a convencionalidade do contrato sugere que a probabilidade do erro será baixa. Quando os contratos são pouco convencionais, mas simples ou as partes são sofisticadas, a aplicação estrita da *Parol Evidence Rule* é ideal, pois a simplicidade ou sofisticação sugere que as partes podem tranquilamente reduzir o contrato a termo escrito, antecipando-se à chance de um erro judicial causado por um contrato pouco convencional. Todavia, não se chega a uma resposta clara de qual fator prevalece em contratos convencionais, simples ou formados por agentes econômicos sofisticados, e em contratos pouco convencionais, complexos ou formado por agentes econômicos pouco sofisticados, pois não se pode ter certeza de qual valor deve prevalecer³⁷³.

É interessante notar que, a despeito de tais considerações, como se disse, a orientação atual do *Uniform Commercial Code* (§2-202) dos Estados Unidos é no sentido de uma aplicação flexível da *Parol Evidence Rule*, privilegiando-se uma abordagem de tipo contextualista. Também, quanto aos cânones de interpretação, embora a literatura especializada³⁷⁴ seja incerta se essas regras são ou não obrigatórias no sentido formal da palavra, admitem que são regras difíceis de serem evadidas.

A razão para essa orientação, segundo Schwarz e Scott³⁷⁵, consiste em uma visão “paternalista” adotada pelo Estado, o qual se coloca na posição de garantidor do bem-estar dos indivíduos. Razão essa que não se sustenta quando se trata de agentes econômicos sofisticados, pois, se por um lado, existem regras obrigatórias de direito contratual que encontram fundamento econômico na prevenção de externalidades

373 *idem*, pp. 553-55

374 Cf: SNYDER, David V. *Language and Formalities in Commercial Contracts: A Defense of Custom and Conduct* in *Southern Methodist University Law Review*, Vol. 54, no. 02, 2001, pp. 617-654; BEN-SHAHAR, Omri. *The Tentative Case Against Flexibility in Commercial Law* in *University of Chicago Law Review*, Vol. 66, no. 03, 1999, pp. 781-820

375 SCHWARTZ, Alan; SCOTT, Robert. E, Op. Cit., pp. 610-611

(*e.g.*, determinação de preço) ou para prevenir falhas de mercado não sanáveis pela divulgação de informações (*e.g.*, a presunção de que os consumidores não estão bem informados sobre os defeitos dos produtos), por outro, agentes econômicos bem informados têm boas razões para tanto quando inserem uma determinada cláusula no contrato.

Em contratos de M&A, essa verdade torna-se ainda mais patente. As cláusulas, mesmo que em larga medida padronizadas, são extensamente negociadas pelas partes, comportando variações para atender às necessidades específicas da operação. O frequente envolvimento de agentes econômicos sofisticados na elaboração dos termos contratuais - muitos deles *experts* nesse tipo de operação - elidem qualquer presunção de incapacidade de compreender por si mesmos a ambiguidades propositalmente introduzidas e os seus efeitos.

Sumariamente, sob a ótica da *Law and Economics*, a interpretação dos contratos de M&A deve, como regra: (i) prescindir de cânones obrigatórios de interpretação; (ii) limitar-se ao conteúdo das disposições escritas no contrato final; (iii) interpretar os dispositivos contratuais pela significação literal dos termos em linguagem corrente, isto é, desconsiderando-se eventual acepção técnica dos termos no contexto em que foram redigidos; e (iv) ater-se às regras de interpretação convencionadas pelas partes.

Resta, assim, consagrada a inadequação dos tradicionais cânones de interpretação aos contratos de M&A.

4. CONCLUSÃO

A história do direito civil registra uma inflexão no regime jurídico dos contratos, fruto da crise do liberalismo no século XX e do dogma da senhoria da vontade, a partir da qual ganha força a figura do contrato enquanto vontade declarada, destinado a viabilizar a confiança no conteúdo objetivo das declarações em detrimento do

subjetivismo do dogma da autonomia da vontade. Subsequentemente, passou-se a despender maior atenção às desigualdades materiais nas relações jurídicas entre os entes privados, desta derivando restrições ao papel do acordo, e a regulamentação imperativa do contrato, diante, por exemplo, da disciplina unilateral dos ofertantes em contratos de massa. Não obstante, perdura, na atualidade, a aplicação de cânones de interpretação elaborados quando vigorava o dogma da vontade.

Sob esse pano de fundo, a complexa realidade econômica das operações de M&A, as diferenças materiais em jogo e os propósitos específicos exercidos pelos contratos que intitulam juridicamente essas operações, confrontados com os cânones tradicionais de interpretação revelaram conclusões, as quais sumarizo:

- i. As cláusulas tipicamente contidas nos contratos de M&A, de forma conjunta ou separada, cumprem as funções econômicas de especificação (do preço, da estrutura da operação e dos negócios incluídos ou excluídos), alocação de riscos, administração de processos, controle e partilha de informação, prestação de serviços e resolução de disputas.
- ii. A especificidade dos contratos de M&A, incluindo o fato de serem contratos formados por agentes econômicos sofisticados, suscitam problemas particulares quanto à metodologia de interpretação adequada. Tais problemas incidem sobre a execução dos contratos em ordens jurídicas que não o regulam expressamente; na ambiguidade e entrelaçamento das cláusulas; e no desvelamento do conteúdo semântico das cláusulas e na tradução de seus propósitos econômicos em termos juridicamente executáveis pelos tribunais.
- iii. Os sistemas jurídicos de tradição romanística (*civil law*) conservam uma tendência a positivar os cânones de interpretação nos códigos de direito privado. Tais cânones refletem métodos

de interpretação subjetiva: 1) busca pela vontade verdadeira, no lugar da interpretação literal do contrato; 2) o contrato deve ser interpretado sistematicamente, isto é, considerada a interrelação das cláusulas; e 3) na dúvida, em um contrato pré-determinado por uma das partes, deve-se interpretar a favor da outra parte. São regras de interpretação objetiva, por outro lado: a) o contrato deve ser interpretado conforme a boa-fé e os usos do lugar de sua celebração; b) a interpretação deve conduzir à conservação dos efeitos do contrato; c) nas cláusulas ambíguas, as expressões devem ser entendidas no sentido mais conveniente à natureza do objeto e do contrato; d) não se pode interpretar cláusulas claras e precisas sob pena de desnaturação do contrato; e e) as partes negociantes poderão estabelecer parâmetros objetivos para interpretação das cláusulas negociais e de seus pressupostos de revisão ou de resolução. Ostentam, portanto, as características de subjetivismo e formalismo.

- iv. Os sistemas jurídicos de *common law* também possuem cânones de interpretação (*cannons of construction*). São eles: 1) termos específicos devem prevalecer sobre os termos gerais; 2) as cláusulas devem ser interpretadas em consideração à totalidade do contrato; 3) as cláusulas devem ser interpretadas contra quem as redigiu (*contra proferentem*); 4) nenhum elemento do contrato deve ser considerado supérfluo; 5) a ausência de um item em uma cláusula, quando outros do mesmo gênero estiverem presentes, deve ser reputada como querida pelas partes (*ejusdem generis*). Há ainda o importante cânone da *Parol Evidence Rule*, o qual prevê a limitação da utilização de evidência externa ao contrato escrito quando este se pretende como a expressão completa e final do acordo. Não obstante, tal regra pode ser aplicada de modo flexível, permitindo

o uso de evidência externa, ou rígida, proibindo esse uso simplesmente. Os sistemas de *common law* possuem as características do objetivismo e textualismo.

- v. Os incisos I e II do §1º do artigo 113 do Código Civil brasileiro, introduzidos pela Lei nº 13.874, de 2019 guardam paralelo com alguns cânones contidos no *Uniform Commercial Code* (§2-204) dos Estados Unidos. Tais cânones referem-se à interpretação dos termos conforme o comportamento posterior das partes e conforme os usos e costumes negociais, revelando uma comum orientação contextualista na interpretação de contratos mercantis. Não obstante, a aplicação desses cânones, como os demais, em contratos de M&A ou contratos comerciais complexos são reputados como ineficientes por autores de *Law and Economics*.
- vi. A interpretação, sob a perspectiva da *Law and Economics*, não é uma atividade destinada a buscar a vontade das partes, mas ferramenta para a busca da solução mais eficiente, considerados os benefícios e custos produzidos.
- vii. Em contratos de M&A, autores de *Law and Economics* concluem que uma abordagem do tipo textualista, com uma rígida aplicação da *Parol Evidence Rule*, é a que produz resultados mais eficientes em contratos de M&A. A interpretação de tais contratos deve assim: 1) prescindir de cânones obrigatórios de interpretação; 2) limitar-se ao conteúdo das disposições escritas no contrato final; 3) interpretar os dispositivos contratuais pela significação literal dos termos em linguagem corrente, isto é, desconsiderando-se eventual acepção técnica dos termos no contexto em que foram redigidos; e 4) ater-se às regras de interpretação convencionadas pelas partes; e, por fim

viii. Os cânones de interpretação do direito civil são inadequados para interpretação dos contratos de M&A. Além de ineficientes do ponto de vista econômico para resolver a ambiguidade das cláusulas, em nada auxiliam na melhor compreensão do seu conteúdo semântico, para decodificação das categorias do direito anglo-saxão e sua requalificação conforme o direito local ou para transposição dos propósitos econômicos em linguagem que permita a sua execução jurídica pelos tribunais, em caso de litígio.

REFERÊNCIAS

AMERICAN BAR ASSOCIATION. *Model Stock Purchase Agreement with Commentary*. 2nd ed, 2010.

BEN-SHAHAR, Omri. *The Tentative Case Against Flexibility in Commercial Law* in *University of Chicago Law Review*, Vol. 66, no. 03, 1999, pp. 781-820.

BETTI, Emilio. *Teoria generale del negozio giuridico*, in *Trattato do Diritto Civile Italiano*, diretta da Giorgio Vassalli, Torino: UTET, 1952.

BIANCA, Cesare M. *Diritto Civile, III: Il Contratto*. 2° ed. Milano: Giuffrè, 2000.

BREYER, Wolfgang; BUENO, Júlio César; GAUDET, Brian; JACKSON, Shy. *What to the words mean: different approaches to the interpretation of contracts in The International Construction Law Review*, vol. 36, no. 2. 2019.

BRUTTI, Massimo. *Interpretare i contratti: la tradizione, le regole*. Roma: G. Giappichelli, 2017.

BUSCHE, Jan. *Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch*, Band 5.1, 7. Auflage, München: C.H Beck, 2018.

CARTWRIGHT, John. *Contract Law: an introduction to the English Law of Contract for the civil lawyer*. 3rd ed. Oxford: Bloomsbury, 2016.

CHARNY, David. *Hypothetical Bargains: The Normative Structure of Contract Interpretation* in *Michigan Law Review*, vol. 89, no. 7, 1991, pp. 1815–1879.

COATES IV, John C. *Contracts: Purposes, Types, Regulation, and Patterns of Practice* in *Harvard John M. Olin Discussion Paper Series*, Paper No. 825, Apr. 2015.

COHEN, George M. *Interpretation and implied terms in contract law* in DE GEEST, Gerrit (ed.) *Encyclopedia of Law and Economics: Contract Law and Economics*, Vol. 6, 2nd ed. Cheltenham and Northampton: Elgar, 2011

DOUGLAS BERNHEIM, B.; WHINSTON, Michael D. *Incomplete Contracts and Strategic Ambiguity* in *The American Economic Review*, vol. 88, no. 04, 1998, pp. 902-932.

ENGELHARDT, Clemens. *Mergers & Acquisitions: Strategien, Abläufe und Begriffe im Unternehmenskauf*. Wiesbaden: Springer, 2017.

FERRI, Luigi. *Lezioni sul contratto: corso di diritto civile*, 2^a ed, Bologna: Zanichelli, 1982.

GALGANO, Francesco. *Diritto Privato*. 18^o ed. Milano: CEDAM, 2019.

GILMORE, *The Death of Contract*, 2nd ed. Columbus: Ohio State University Press, 1995.

GOMES, Orlando. *Contratos*. 24^a ed. Rio de Janeiro, 2001.

GRAZIADEI, Michele. *Comparative Law, Transplants and Receptions*, in REIMANN, Mathias; ZIMMERMANN, Reinhard (Orgs). *The Oxford Handbook of Comparative Law*. 2nd ed. Oxford: Oxford University Press, 2019. Pp. 442-474.

HERMALIN, Benjamin; KATZ, Michael L. *Judicial Modification of Contracts between Sophisticated Parties: A More Complete View of Incomplete Contracts and their Breach* in *Journal of Law, Economics and Organization*, vol. 9, no.2, pp. 230–255.

HILL, Claire A.; KING, Christopher. *How Do German Contracts Do as Much with Fewer Words?*, vol. 79, *Chicago-Kent Law Review*, 2004, pp. 889-926.

KAPLOW, Louis; SHAVELL, Steven. *Economic Analysis of Law* in AUERBACH, Alan J.; FELDSTEIN, Martin (Editors) *Handbook of Public Economics*, vol. 3, Amsterdam, London and New York: Elsevier, 2002.

KLEIN, Benjamin; LEFFLER, Keith B. *The Role of Market Forces in Assuring Contractual Performance*, vol. 89, *Journal of Political Economy*, 1981, no. 04, pp. 615-641.

MAKOWSKI, Louis; OSTROY, Joseph M. *Perfect Competition and the Creativity of the Market* in *Journal of Economic Literature*, vol. 39, no. 2 (Jun., 2001), pp. 479-535

MARINO, Francisco Paulo De Crescenzo. *Interpretação do negócio jurídico*, São Paulo: Saraiva, 2011.

MESSINEO, Francesco. *Dottrina generale del contratto*, Milano: Giuffrè, 1946.

MOSCO, Luigi. *Principi sulla interpretazioni dei negozi giuridici*, Napoli: E. Jovene, 1952.

POSNER, Eric A. *Parol Evidence Rule, the Plain Meaning Rule, and the Principles of Contractual Interpretation* in *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 146, no. 533, 1997, pp. 533-577.

POSNER, Richard. *The Law and Economics of Contract Interpretation* in *Texas Law Review*, vol. 83, no. 06, 2005, pp. 1581-1614.

ROPPO, Enzo. *O contrato*, traduzido por Ana Coimbra e M. Januário C. Gomes, Coimbra: Almedina, 2009.

SANTORO-PASSARELLI. *Libertà e autorità nel diritto civile*. Padova: CEDAM, 1997.

SAVIGNY, Friedrich Carl von. *Sistema del diritto romano attuale*, traduzione italiana di V. Scialoja, vols. I, III, Torino: 1990.

SCHWARTZ, Alan; SCOTT, Robert. E, *Contract Theory and the Limits of Contract Law* in *Yale Law Journal*, vol. 113, no. 541, 2003, pp. 541-618.

SCOTT, Robert E. *Conflict and Cooperation in Long-Term Contracts*, vol. 75, *California Law Review* (1987), pp. 2030-2034.

SHAVELL, Steven. *On the Writing and Interpretation of Contracts* in *Journal of Law, Economics and Organization*, vol. 22, no.2, 2006, pp. 289-314.

SNYDER, David V. *Language and Formalities in Commercial Contracts: A Defense of Custom and Conduct* in *Southern Methodist University Law Review*, Vol. 54, no. 02, 2001, pp. 617-654.

WATSON, Alan. *Legal Transplants: an approach to Comparative Law*. 2nd ed. Athens and London: University of Georgia Press, 1993.

EXECUÇÃO ESPECÍFICA E DANOS EM SITUAÇÕES DE FRUSTRAÇÃO DE OPERAÇÕES DE M&A

SPECIFIC PERFORMANCE AND DAMAGES IN UNSUCCESSFUL M&A TRANSACTIONS

Caio Henrique Carvalho de Siqueira Lima (USP, São Paulo)

Resumo:

As negociações para uma operação de M&A nem sempre são concluídas. Seja porque houve uma oferta melhor por outro comprador, seja por desistência dos vendedores ou dos compradores, não é incomum o surgimento de litígios que discutam a obrigação de fechamento ou não da operação, o que pode ocorrer em diversos momentos da negociação. Para essas situações, o direito brasileiro tradicionalmente oferece ao credor (que geralmente é o comprador) duas opções: em regra, pode valer-se da execução específica para tentar obter a conclusão da operação ou indenização por perdas e danos. Este estudo busca discutir as opções do credor no direito brasileiro aliadas à perspectiva oferecida pelo direito e economia e problematizar a possível desproporção entre execução específica e danos em operações de M&A.

Palavras-chave: M&A, Aquisições, Incorporações, Execução Específica, Danos, Interesse Negativo, Interesse Positivo

Abstract:

Negotiations for M&A transactions do not always go smoothly and result in the closing of the deal. Either because there was a better offer by another buyer or even because sellers or buyers gave up, it is not uncommon for disputes to arise discussing the obligation to close or not the deal, which can happen at different stages of negotiations. For these situations, Brazilian law traditionally offers the creditor (who is usually the buyer) two options: as a rule, the creditor can

resort to specific performance to try to obtain the closing of the deal or compensation for damages. This study aims at discussing creditor's options under Brazilian law under the perspective offered by law and economics, and to discuss the potential disproportion between specific performance and damages in M&A transactions.

Keywords: M&A, Mergers, Acquisitions, Specific Performance, Damages, Reliance Damages, Expectation Damages

1. INTRODUÇÃO

Operações de fusões e aquisições, aqui tratadas por M&A, são uma forma recorrente de reorganização societária, expansão de atividades ou mesmo porta de entrada para empresas estrangeiras em um país. O termo geral não é propriamente técnico-jurídico, mas é largamente utilizado na prática da advocacia empresarial e abrange qualquer compra e venda de participação societária, seja minoritária, controle ou totalidade das ações ou quotas de determinada sociedade, além de cisão, incorporação, alienação de ativos, acordos de investimento e *joint ventures*.

Tais operações muitas vezes envolvem negociações complexas, processos competitivos, engajamento de advogados e consultores financeiros, além de auditoria jurídica e operacional sobre dados da sociedade a ser adquirida. O resultado costuma consistir em um contrato de compra e venda de ações ou quotas subordinado a realização de atos subsequentes, pois não é raro que certas condições precisem ser implementadas antes do fechamento da operação. A expressão *fechamento da operação* será utilizada para designar o momento de adimplemento da obrigação principal, qual seja a efetiva transferência de participação societária entre os contratantes mediante o pagamento do preço³⁷⁶. Referidas condições vão desde a

376 GORESCU, Carla Pavesi. Delimitação da indenização em operações de fusões e aquisições no Brasil. Dissertação de Mestrado, Fundação Getúlio Vargas, 2019, p. 11.

regularização societária à aprovação da operação pelo órgão regulador competente ou autoridade antitruste.

Contudo, nem sempre a negociação caminha a bom termo e a operação é concluída. Seja porque houve uma oferta melhor por outro comprador ou até mesmo por desistência dos vendedores ou compradores, não é incomum o surgimento de litígios que discutam a obrigação de fechamento ou não da operação, o que pode se dar nos mais diversos momentos.

Para essas situações, o direito brasileiro tradicionalmente oferece ao credor (que geralmente é o comprador) duas opções: em regra, pode apenas valer-se da execução específica para tentar obter a conclusão da operação ou indenização por perdas e danos. Nas últimas décadas, tais disputas vêm ocorrendo principalmente em procedimento arbitrais, tendo em vista a inserção de cláusulas compromissórias nos mais diversos instrumentos contratuais. O afastamento da jurisdição estatal limita, de em certa medida, a exploração exauriente dos temas, tendo em vista que quase a totalidade dos procedimentos correm em sigilo.

Feitas essas ressalvas, este estudo busca discutir as opções do credor no direito brasileiro aliadas à perspectiva oferecida pelo direito e economia, e problematizar a possível desproporção entre execução específica e danos em operações de M&A.

2. FRUSTAÇÃO DE OPERAÇÕES DE M&A

Que nem toda negociação num contexto de M&A resulta no fechamento da operação não é novidade. Há diversas razões pelas quais as partes podem não concretizar o negócio, que vão desde a desistência de uma delas a imposições regulatórias. Assim, as partes – e aqui estamos tratando geralmente de compradores e vendedores experientes e bem assessorados – têm que sempre ter em mente que existe o risco do não fechamento e que isso faz parte do jogo.

Não só isso, impera em nosso direito a autonomia privada e a liberdade contratual, desde que exercida nos limites da função social

do contrato, nos termos do artigo 421 do Código Civil³⁷⁷. Assim, a regra é que as partes são livres para (não) contratar.

Contudo, o direito brasileiro, mesmo dentro de uma ótica empresarial³⁷⁸, impõe às partes que pretendem contratar ou que o fizeram certos limites, como o acima citado. É o caso da obrigação de observar a boa-fé, insculpida no artigo 422³⁷⁹ do Código Civil, como também a vedação ao abuso de direito previsto no artigo 187³⁸⁰ do mesmo código.

Assim, num contexto de M&A podem surgir situações em que a liberdade de contratar é, de certa forma, mitigada, seja porque as partes já emitiram declarações de vontade e firmaram contratos sujeitos a confirmação futura, seja porque criaram na outra parte expectativa de fechamento. Explora-se abaixo algumas hipóteses em que isto pode ocorrer.

377 Art. 421, CC. A liberdade contratual será exercida nos limites da função social do contrato.

378 Como leciona Forgioni, os contratos empresariais merecem tratamento diferenciado dos contratos civis e de consumo. Tais contratos, dentre outros vetores, visam o lucro e devem ser analisados dentro dessa premissa. FORGIONI, Paula Andrea. Teoria geral dos contratos empresariais. 2ª edição, São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016, p. 107-136. Também vale mencionar a atual redação do artigo 421-A do Código Civil: Os contratos civis e empresariais presumem-se paritários e simétricos até a presença de elementos concretos que justifiquem o afastamento dessa presunção, ressalvados os regimes jurídicos previstos em leis especiais, garantido também que: I - as partes negociantes poderão estabelecer parâmetros objetivos para a interpretação das cláusulas negociais e de seus pressupostos de revisão ou de resolução; II - a alocação de riscos definida pelas partes deve ser respeitada e observada; e III - a revisão contratual somente ocorrerá de maneira excepcional e limitada.

379 Art. 422, CC. Os contratantes são obrigados a guardar, assim na conclusão do contrato, como em sua execução, os princípios de probidade e boa-fé.

380 Art. 187, CC. Também comete ato ilícito o titular de um direito que, ao exercê-lo, excede manifestamente os limites impostos pelo seu fim econômico ou social, pela boa-fé ou pelos bons costumes.

2.1 CONTRATO SUJEITO A IMPLEMENTAÇÃO DE CONDIÇÕES

Via de regra, operações de M&A compreendem duas fases: a assinatura de um primeiro instrumento vinculativo entre as partes e, depois, um termo de fechamento ou contrato definitivo.

Comumente, a divisão entre fases é realizada para o implemento de condições (muitas vezes denominadas *condições precedentes*) que o vendedor e/ou comprador devem satisfazer para a conclusão da transação. Essas incluem reorganizações societárias, venda de ativos, obtenção de aprovações com credores e instituições financeiras, rescisão de contratos e, a depender do tamanho ou indústria em que se situa a sociedade adquirida, aprovação pelo órgão regulador (CADE, BACEN, SUSEP).

Nestes casos, é firmando um contrato de compra e venda de ações ou quotas contendo todas as condições para o fechamento da transação. São os SPA (*Share Purchase Agreement*) e QPA (*Quota Purchase Agreement*). Em que pese não haja consenso sobre a natureza jurídica de tais disposições, elas podem ser classificadas como condições suspensivas de que trata o artigo 125 do Código Civil³⁸¹. Cumpridas, surgirá para a parte o direito ao fechamento da transação.

2.2 CONTRATO PRELIMINAR

Ainda, as partes podem se valer de estruturas intermediárias para dar corpo à transação. Seria este o caso do contrato preliminar, que tem função de fixar o conteúdo do negócio e a vinculação das partes, que devem definir as condições e obrigações (objeto, preço, responsabilidades etc.), observando todos os requisitos essenciais do

381 Art. 125, CC. Subordinando-se a eficácia do negócio jurídico à condição suspensiva, enquanto esta se não verificar, não se terá adquirido o direito, a que ele visa.

contrato definitivo a ser celebrado, exceto quanto à forma. É o que prescreve o artigo 462 do Código Civil³⁸².

Como exemplifica Schreiber et al., poderia ser o caso de um memorando de entendimentos (também referido pela sigla em inglês *MoU*) para aquisição de participação societária antecedente às alterações e registro do contrato social, o contrato definitivo³⁸³. O contratado, num primeiro momento, é a obrigação de celebrar a alteração contratual – além das condições listadas acima. Estaria pendente, entretanto, o cumprimento das formalidades legais (registro do instrumento final na Junta Comercial, por exemplo).

Nesse segundo caso, concluído o contrato preliminar, nasce para as partes o direito à celebração do contrato definitivo, nos termos do artigo 463 do Código Civil³⁸⁴. A recusa à celebração do contrato definitivo seria forma de inadimplemento de uma prestação devida, o que daria ao credor a opção de requerer em juízo ou pela via arbitral o suprimento da vontade da parte inadimplente, se isso não se opuser à natureza da obrigação, conforme artigo 464 do Código Civil³⁸⁵.

382 Art. 462, CC. O contrato preliminar, exceto quanto à forma, deve conter todos os requisitos essenciais ao contrato a ser celebrado.

383 SCHREIBER, Anderson; TARTUCE, Flávio; BRANDÃO, Everilda; ANDRADE, Gustavo Henrique Baptista; FROTA, Pablo Malheiros da Cunha. Renegociação dos contratos preliminares (promessa) societários na pandemia de covid-19: Um diálogo comparado luso-brasileiro à luz da alteração das circunstâncias. Migalhas, 2020. <<https://www.migalhas.com.br/coluna/migalhas-contratuais/325753/a-renegociacao-dos-contratos-preliminares--promessa--societarios-na-pandemia-de-covid-19-um-dialogo-comparado-luso-brasileiro-a-luz-da-alteracao-das-circunstancias>>. Acesso em maio/2023.

384 Art. 463, CC. Concluído o contrato preliminar, com observância do disposto no artigo antecedente, e desde que dele não conste cláusula de arrependimento, qualquer das partes terá o direito de exigir a celebração do definitivo, assinando prazo à outra para que o efetive.

385 Art. 464, CC. Esgotado o prazo, poderá o juiz, a pedido do interessado, suprir a vontade da parte inadimplente, conferindo caráter definitivo ao contrato preliminar, salvo se a isto se opuser a natureza da obrigação.

2.3 LIMITAÇÕES À LIBERDADE DE (NÃO) CONTRATAR

Por fim, o terceiro cenário seria o do não fechamento da operação, em que as tratativas, embora muito avançadas, ainda estivessem em fase pré-contratual. É certo que a distinção entre fase contratual e pré-contratual pode ser cinzenta e muitas vezes se entrelaça. Não é incomum que as partes cheguem a acordos parciais ou mesmo firmem contratos correlatos à operação durante a fase de negociação do contrato principal, criando entre elas determinadas obrigações. Além disso, o direito brasileiro tutela a expectativa das partes que entram em negociações, as quais devem se pautar pela boa-fé, nos termos do já citado artigo 422 do Código Civil.

Pode-se vislumbrar três hipóteses dentro desse cenário.

2.3.1 LIBERDADE DE CONTRATAR PRESERVADA

A primeira hipótese seria aquela em que as partes simplesmente não chegam a um denominador comum no curso regular das negociações e desistem de contratar. Ou, em uma situação de concorrência, decidem seguir com outro contratante. Nesses casos, a premissa é a de que não se criou na outra parte expectativa de contratação, seja pelo comportamento das partes ou pela redação de eventuais instrumentos não vinculantes firmados entre elas.

É comum que as partes firmem ofertas, memorando de entendimentos, *term sheets* ou outros instrumentos para fixar determinadas premissas do negócio. Em muitos desses, há previsão expressa de que eles não são vinculantes. Ou seja, as partes aceitam iniciar e se manter em negociação cientes de que a outra pode se retirar, desde que respeitadas eventuais condições estabelecidas.

Neste sentido, em interessante caso julgado pelo Tribunal de Justiça de São Paulo (TJSP), os autores (potenciais vendedores) pretendiam obter dos réus (potenciais compradores) indenização pela quebra abrupta das negociações no contexto de uma operação

de M&A³⁸⁶. O TJSP decidiu que não havia responsabilidade da parte que se retira das negociações diante da existência de cláusula expressa de não vinculação, concluindo que: “*conservava a ré a liberdade de se retirar das negociações sem responder pelas despesas ou custos da autora, como expressamente se consignou no termo que firmaram antecedente das tratativas*”.

Além disso, o TJSP considerou a natureza complexa da operação negociada, o grau de sofisticação das partes e de seus assessores jurídicos, além de entender que os réus não geraram nos autores expectativa de contratação, haja vista a grande monta da transação e que especulação e ampla negociação fazem parte do negócio.

Disso pode-se extrair que, em que pese não previna eventual conflito, a existência de uma cláusula de não vinculação dá maior segurança jurídica às partes e pode ser adotada como uma boa técnica de redação contratual.

Esta primeira hipótese é, então, a regra, conforme disposição literal do diploma comum: a liberdade de (não) contratar das partes é plena e elas podem simplesmente parar as negociações sem maiores consequências.

2.3.2 QUEBRA ABRUPTA DAS NEGOCIAÇÕES

Uma segunda hipótese seria aquela em que as partes negociam de maneira firme e contínua, criando expectativa de fechamento. A expectativa criada deve ser séria e palpável, podendo ser auferida por um terceiro observador. Há situações em que a expectativa criada e nutrida é tamanha que há uma limitação na liberdade de contratar das partes e passa a se proteger a tutela da confiança. Nesse momento, uma saída abrupta de uma das partes da negociação, embora possível, pode acarretar o dever da parte retirante de indenizar a contraparte.

Como leciona Zanetti, o fundamento para a responsabilidade de eventual ruptura injustificada de negociações está na figura do

386 SÃO PAULO, Tribunal de Justiça, Processo nº 0005452-31.2013.8.26.0100.

abuso do direito, derivada da boa-fé objetiva e positivada no artigo 187 do Código Civil³⁸⁷. Para o autor, não caberia, no direito brasileiro, o remédio da tutela específica para os casos de encerramento abusivo das negociações, mas tão somente a tutela reparatória amparada no artigo 927 do Código Civil. Sua conclusão é a de que, caso contrário, “*haveria excessiva interferência na liberdade contratual, forçando as partes a negociar e contratar um negócio jurídico que não mais desejam*”³⁸⁸.

A jurisprudência dos Tribunais caminha no sentido de reconhecer o dever de indenizar da parte que se retirou de forma ilícita e abrupta das negociações, desde que comprovado o abalo à boa-fé objetiva no caso concreto.

2.3.3 ATINGIMENTO DE UM DEVER DE CONTRATAR?

A terceira e última hipótese seria aquela em que as negociações se adensam de tal forma que limitariam ainda mais a liberdade de contratar das partes. Seriam casos excepcionais, em que a tutela da confiança pode ser privilegiada em detrimento da autonomia de (não) contratar. Assim, seria superada a fase exclusivamente pré-contratual em que se insere a ruptura injustificada de negociações e passaria a ser tutelado o dever de contratar³⁸⁹.

A doutrina portuguesa de Nuno Manuel Pinto faz menção a um (excepcional) atingimento de ponto de não retorno, ou *point of no return*, o que significa que não seria mais possível às partes desvincularem-se das tratativas. Atingido tal patamar, surgiria o dever de conclusão do contrato³⁹⁰.

387 ZANETTI, Cristiano de Souza. Responsabilidade pela ruptura das negociações. São Paulo: Juarez de Oliveira, 2005, p. 142

388 Idem, p. 150.

389 STEINER, Renata. Interesse Positivo e Interesse Negativo: a reparação de danos no direito privado brasileiro. 2016. Tese de Doutorado, Universidade de São Paulo. São Paulo, 2016, p. 248.

390 OLIVEIRA, Nuno Manuel Pinto. Culpa in cotrahendo. Interesse contratual negativo e interesse contratual positivo. Ac. do STJ de 26.1.2006. Proc. 4063/05. Anotações. In

A possibilidade é controversa no direito brasileiro, pois, como já exposto, impera em nosso sistema a liberdade contratual. Steiner cita, em defesa da teoria, o “Caso dos Tomates”, do Tribunal de Justiça do Rio Grande do Sul, relatado pelo então desembargador Ruy Rosado³⁹¹. Nele, tratou-se da responsabilidade da sociedade CICA pela ausência de conclusão de contrato para aquisição da safra de tomate de agricultores gaúchos³⁹². A CICA distribuiu sementes e comprou, durante alguns anos, a produção dos agricultores. Em certo ano, contudo, deixou de adquiri-la. O TJRS entendeu que a CICA havia levado os agricultores a confiarem na formalização do contrato e que não seria lícito à sociedade simplesmente não concluir a compra. Assim, a CICA foi condenada ao ressarcimento, tomando-se como parâmetro o dever de compra da safra – ou seja, foi reconhecida a quebra do dever de contratar.

Caso adotada a referida teoria o dever de contratar poderia ser tutelado. Em outras palavras, no contexto analisado, poderia o vendedor (ou comprador, a depender da situação analisada) ser obrigado a concluir a operação de M&A ou indenizar a outra por perdas e danos.

Caderno de Direito Privado, n 20, outubro/dezembro, 2007.

391 STEINER, Renata. Interesse Positivo e Interesse Negativo: a reparação de danos no direito privado brasileiro. 2016. Tese de Doutorado, Universidade de São Paulo. São Paulo, 2016, p. 248

392 Veja-se a ementa do acórdão: CONTRATO. TRATATIVAS. “CULPA IN CONTRAHENDO”. RESPONSABILIDADE CIVIL. RESPONSABILIDADE DA EMPRESA ALIMENTICIA, INDUSTRIALIZADORA DE TOMATES, QUE DISTRIBUI SEMENTES, NO TEMPO DO PLANTIO, E ENTAO MANIFESTA A INTENCAO DE ADQUIRIR O PRODUTO, MAS DEPOIS RESOLVE, POR SUA CONVENIENCIA, NAO MAIS INDUSTRIALIZAR, NAQUELE ANO, ASSIM CAUSANDO PREJUIZO AO AGRICULTOR, QUE SOFRE A FRUSTRACAO DA EXPECTATIVA DE VENDA DA SAFRA, UMA VEZ QUE O PRODUTO FICOU SEM POSSIBILIDADE DE COLOCACAO. PROVIMENTO EM PARTE DO APELO, PARA REDUZIR A INDENIZACAO A METADE DA PRODUCAO, POIS UMA PARTE DA COLHEITA FOI ABSORVIDA POR EMPRESA CONGENERE, AS INSTANCIAS DA RE. VOTO VENCIDO, JULGANDO IMPROCEDENTE A AÇÃO. RIO GRANDE DO SUL, Tribunal de Justiça, Processo nº 591028295.

3. AS OPÇÕES DE TUTELA NO DIREITO BRASILEIRO

O direito brasileiro possibilita ao credor de uma obrigação exigir seu cumprimento (obrigação *in natura*) ou requerer indenização, permitindo, em algumas situações, a cumulação das pretensões.

A regra processual vigente é a do artigo 497 do Código de Processo Civil:

Art. 497: Na ação que tenha por objeto a prestação de fazer ou de não fazer, o juiz, se procedente o pedido, concederá a tutela específica ou determinará providências que assegurem a obtenção de tutela pelo resultado prático equivalente.

Assim, a opção primária ofertada pelo direito brasileiro é o cumprimento da obrigação por meio de tutela específica, que apenas será convertida em perdas e danos a requerimento do credor ou na impossibilidade do cumprimento da obrigação, na forma do artigo 499 do Código de Processo Civil:

Art. 499: A obrigação somente será convertida em perdas e danos se o autor o requerer ou se impossível a tutela específica ou a obtenção de tutela pelo resultado prático equivalente.

A legislação cível segue caminho semelhante. Os já citados artigos 462 e seguintes do Código Civil permitem às partes de um contrato preliminar exigir seu cumprimento forçado, desde que não se oponha à natureza da obrigação. Além disso, o artigo 475 do mesmo diploma disciplina que a parte lesada pelo inadimplemento pode pedir

a resolução do contrato se não preferir seu cumprimento forçado, cabendo, em qualquer hipótese, indenização por perdas e danos³⁹³.

3.1 A TUTELA PELA EXECUÇÃO ESPECÍFICA

Como se pode observar, a opção pela tutela obrigacional ou indenizatória é dada ao credor, que tenderia a requerer a execução específica para receber o que contratou. Superada, na sequência, a lei processual oferece alternativas. Assim, no exemplo de que estamos tratando, será analisado como e se poderia ocorrer execução específica num contexto de uma operação de M&A.

Cita-se três hipóteses que poderiam ser tuteladas por execução específica: (i) contratos sujeitos a implementação de condições, (ii) contratos preliminares e (iii) atingimento de um dever de contratar (essa última com as ressalvas já registradas sobre a aplicabilidade no direito brasileiro).

Nas duas primeiras hipóteses não se encontram maiores desafios: haveria instrumento contratual com todas as condições do negócio, incluindo aquelas para fechamento e, muitas vezes, até previsão expressa da possibilidade de execução específica em reforço ao previsto em lei.

Contudo, não se pode perder de vista que o fechamento da operação pode exigir alienação de ativos, reorganizações societárias, aprovações assembleares, aumentos e integralização de capital etc., de modo a verdadeiramente obstar a satisfação da obrigação por meio de tutela específica. Assim, na prática, poderia o credor ver-se diante de exceções legais para o exercício do seu direito, seja a impossibilidade do cumprimento ou a contrariedade à natureza da obrigação.

393 Art. 475, CC. A parte lesada pelo inadimplemento pode pedir a resolução do contrato, se não preferir exigir-lhe o cumprimento, cabendo, em qualquer dos casos, indenização por perdas e danos.

A esse respeito, vale citar o célebre caso Disco³⁹⁴, julgado em 1979³⁹⁵. Em resumo, a discussão foi travada entre Supermercados Pão de Açúcar S.A. (Pão de Açúcar) e os acionistas da Distribuidora de Comestíveis Disco S.A (Disco) para decidir sobre a aquisição do controle (97% das ações) da sociedade. As partes haviam firmado “Contrato Preliminar de Compra e Venda de Ações” e o Pão de Açúcar buscou em juízo a transferência compulsória das ações, ao passo que os acionistas da Disco ingressaram com ação consignatória para devolução do valor adiantado. Para o Pão de Açúcar, o instrumento firmado era um contrato preliminar, contendo todas as condições para o fechamento da transação. Por outro lado, os acionistas da Disco defendiam que o instrumento era um protocolo de intenções que fixava algumas, mas não todas as premissas do negócio.

O caso contou com diversas reviravoltas nas diferentes instâncias judiciais, até ser finalmente decidido pelo Supremo Tribunal Federal, em voto vencedor do Ministro Moreira Alves. Para o Ministro, a discussão central do caso era:

“Se no curso das negociações as partes acordam sobre os elementos essenciais do contrato, deixando, porém, para momento posterior (o da celebração do contrato definitivo), a solução de questões relativas a elementos acidentais, e reduzem tudo isso a escrito, esse documento caracteriza um contrato preliminar (e, portanto, obrigatório para ambas), ou não passa, mesmo no que diz respeito aos pontos principais já considerados irretroatáveis, de mera minuta (punctação), sem o caráter vinculante do contrato preliminar, e, conseqüentemente, insusceptível de adjudicação compulsória?”.

394 DISTRITO FEDERAL, Supremo Tribunal Federal, Processo RE88.716/RJ.

395 Cabe a observação temporal de que o caso estava sujeito às normas do Código Civil e de Processo Civil não mais vigentes.

O acórdão acabou por adotar o entendimento de que, na falta de acordo sobre todos os aspectos do negócio (como o preço final a ser pago pelas ações), não caberia ao juiz substituir as partes em suas negociações sobre os pontos que não chegaram a um acordo. Assim, na ausência de acordo integral, o vínculo existente seria provisório e não caracterizaria um contrato preliminar. Desse modo, o pleito do Pão de Açúcar para adjudicação das ações foi julgado improcedente e, por outro lado, foi julgado procedente o pedido de devolução dos valores adiantados³⁹⁶.

A lição que se pode extrair é a de que pode ser difícil delimitar até onde houve ou não acordo entre as partes sobre os aspectos do negócio, caracterizando o instrumento firmado como preliminar e passível de execução específica para forçar o fechamento. Munhoz, embora registre que havia pontos em abertos no acordo firmado, entende caber críticas à decisão do STF, tendo em vista que reduziu o instrumento contratual complexo, negociado entre partes sofisticadas, inclusive com auxílio de advogados, quase que a uma mera tratativa³⁹⁷. O professor analisa que o limite para se valer da execução específica nos casos de M&A seria o da vontade já declarada. A execução específica para o fechamento seria possível sempre que ela não importar por parte do julgador em uma substituição da parte no que diz respeito à negociação ou à definição do conteúdo da sua vontade. Assim, o julgador não poderia substituir a parte para determinar algo sobre o qual não houve declaração de vontade, o que seria ir além do princípio da autonomia privada.

Vale também citar o caso PNB Paribas x Banco Fontecidam, que embora ainda não tenha chegado a termo, consta com sentença prolatada pela 40ª Vara Cível do Foro Central da Comarca de São Paulo/SP e acórdão prolatado pela 10ª Câmara de Direito Privado do TJSP³⁹⁸.

396 KÜMMEL, Dóris Amaral. A disciplina jurídica do rompimento injustificado de negociações pré-contratuais no direito brasileiro e no direito alemão. Monografia, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, 2013, p. 27-35.

397 Fala do Prof. Dr. Eduardo Secchi Munhoz no Congresso do IBRADEMP, 2019.

398 SÃO PAULO, Foro Central Cível, processo 0631007-55.2000.8.26.0100.

Neste, o Banco Fontecidam S.A. e seus sócios buscam indenização contra o BNP Paribas S.A. pela ausência de conclusão da operação de venda de ativos do Banco Fontecidam. O objeto da demanda é o *Memorando of Understanding* (MoU) que regia a compra e venda, que, para os autores, tratava-se de um contrato preliminar. Já para o BNP Paribas, o MoU não o vinculava à celebração do contrato principal, existindo pontos pendentes de negociação, e que a operação não ocorreu pelo envolvimento do Banco Fontecidam em escândalo de compra e venda de dólares.

Concluiu o magistrado, baseado em decisão do STJ no mesmo processo, que o MoU era um contrato preliminar, entendendo ser inaceitável tratar como mera expectativa um documento que teve a aprovação do Banco Central do Brasil e dos órgãos competentes franceses e que contava com cláusulas de preços e outras obrigações. Assim, caberia aos autores requerer o cumprimento da obrigação. Contudo, como observou o magistrado, os autores, insatisfeitos com a recusa da celebração do contrato definitivo, optaram pela via das perdas e danos, o que é facultado pelo artigo 475 do Código de Processo Civil de 1973, então vigente. Assim, condenou o BNP Paribas a indenizar os danos materiais e morais advindos da ausência de conclusão do negócio, tendo em conta a extrema desvalorização para o Banco Fontecidam. Em fevereiro de 2023 o TJSP prolatou acórdão confirmando a sentença, que foi reformada tão somente quanto à fixação dos honorários de sucumbência. As perdas e danos nesse caso são um tanto *sui generis*, mas a interpretação dada ao MoU, em contraposição ao caso Disco, faz valer a pena o acompanhamento do deslinde final do caso.

Mais recentemente, está na mídia a discussão travada entre a J&F Investimentos S.A (J&F) e CA Investment Brasil S.A (CA) pela aquisição do controle da Eldorado Brasil Celulose S.A. (Eldorado)³⁹⁹.

399 SÃO PAULO, Foro Central Cível, Processo n. 1027596-98.2021.8.26.0100. Os detalhes do caso aqui tratados são apenas os que foram divulgados pela mídia, como: SALIBA, Ana Luisa. Juíza dá continuidade à transferência de controle da Eldorado à Paper Excellence. Revista Consultor Jurídico, 2021, Disponível em: <<https://www.conjur.>

Em síntese, as partes firmaram contrato de compra e venda de ações relativo à alienação, pela J&F, da totalidade das ações da Eldorado para a CA. A estrutura da operação foi dividida em três etapas denominadas “Compra Inicial”, “Primeira Compra” e “Segunda Compra”. A Compra Inicial e a Primeira Compra ocorreram sem maiores empecilhos narrados. Ao fim das duas operações, a CA era detentora de 49,41% do capital da Eldorado e a J&F, dos 50,59% restantes.

A disputa – travada, a princípio, em arbitragem – está relacionada à Segunda Compra, pela qual a CA poderia adquirir, no prazo de 12 meses contados da assinatura do contrato, o restante da participação detida pela J&F. Para o fechamento da operação, havia a previsão de determinadas condições precedentes, como a liberação de garantias prestadas pelos acionistas da J&F. Como não ocorreu, as partes discutiram na arbitragem (cuja sentença parcial é objeto de ação declaratória de nulidade em trâmite no TJSP) quem seria responsável por dar cumprimento às condições precedentes. A CA acusa a J&F de ter dificultado o cumprimento por interesse em se manter no negócio após o aumento do preço de negociação de celulose. Do outro lado, a J&F defende que a obrigação de cumprimento das condições precedentes era exclusivamente da CA. O tribunal arbitral determinou, em sentença parcial, o fechamento da operação⁴⁰⁰.

Portanto, resta evidenciado que no contexto complexo de um M&A não há garantia da possibilidade de se requerer a conclusão do negócio, ainda quando há contratos firmados pelas partes.

Quanto à terceira hipótese, qual seja o atingimento de um dever de contratar, a possibilidade de se valer da execução específica é ainda mais discutível. Além de Steiner, é possível citar as lições de Popp sobre

com.br/2021-jul-14/juiza-continuidade-transferencia-eldorado-paper-excellence>, Acesso em maio/2023.

400 NARCIZO, Bruna. Paper Excellence vence arbitragem contra J&F em briga pela Eldorado. Folha de São Paulo, 2021. <<https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2021/02/paper-excellence-vence-arbitragem-contrajf-em-briga-pela-eldorado.shtml>>. Acesso em maio/2023.

o tema⁴⁰¹. Para o autor, caberia execução específica quando presentes dois requisitos, quais sejam (i) tratativas em fase final muito próximas da completude do contrato a ser firmado e (ii) alto grau de confiança na conclusão do contrato.

Ao comentar tal conclusão, Zanetti afirma que se as negociações chegaram a uma fase final, em que definidos os pontos essenciais do contrato para as partes, já não se trataria mais de *negociações*, mas de formação de contrato preliminar. Zanetti observa, contudo, que a posição acima trazida por Popp é minoritária tanto na doutrina quanto jurisprudência brasileira, restando geralmente a saída indenizatória para as partes que ainda estivessem em negociação⁴⁰². Como regra, concorda-se com tal posição. No entanto, entende-se ser válida a discussão sobre o cabimento de execução específica de forma extraordinária e à luz de casos concretos em que comprovadamente as partes tenham, de alguma forma, criado vínculo contratual. A análise deve ser casuística.

Cabe uma observação final a respeito do foro em que as possíveis discussões seriam travadas. Como adiantamos na introdução, a maioria dos contratos empresariais sofisticados e de grande monta contém cláusulas arbitrais. Tanto é assim que são poucos os casos julgados pelos tribunais estatais sobre a temática. A parte que pretende se valer da execução específica no contexto de um contrato de M&A contendo cláusula arbitral deve levar seu pleito para um árbitro ou tribunal arbitral. Embora a tutela específica seja denominada execução, trata-se de verdadeiro processo de conhecimento, que visa à cognição exauriente⁴⁰³.

401 POPP, Carlyle. Responsabilidade civil pré-negocial: o rompimento das tratativas. Curitiba: Juruá, 2001, p. 289.

402 ZANETTI, Cristiano de Souza. Responsabilidade pela ruptura das negociações. São Paulo: Juarez de Oliveira, 2005, p. 149.

403 FERREIRA, Mariana Martins-Costa. Reflexões sobre o regime jurídico do acordo de acionistas e seus mecanismos de cumprimento forçado. In YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti (coords). Processo Societário, Vol. II. São Paulo: Quartier Larin, 2015, p. 538-539.

3.1.1 A EXECUÇÃO ESPECÍFICA NUMA VISÃO DO DIREITO E ECONOMIA

Não há consenso entre os estudiosos do direito e economia sobre qual o melhor tratamento a ser conferido para uma possível quebra contratual. Via de regra, os mecanismos adotados por diferentes sistemas são: (i) ausência de responsabilidade, (ii) execução específica, (iii) indenização pelo interesse negativo (*reliance damages*) e (iv) indenização pelo interesse positivo (*expectation damages*)⁴⁰⁴.

A ausência de consenso dá guarida a uma série de proposições. Será aqui analisada uma delas, como forma de oposição ao que é regra no direito brasileiro: a teoria do inadimplemento eficiente.

Para a teoria, um inadimplemento é eficiente quando os benefícios da quebra por uma das partes superem as perdas da outra parte, aumentando o bem-estar social⁴⁰⁵. Assim, a parte deveria ser livre para se desvincular ou inadimplir o contrato quando esta seja a solução mais eficiente. Para a economia, a eficiência alocativa ocorre quando um direito ou bem é alocado para a parte que mais o valoriza (tem maior satisfação)⁴⁰⁶⁻⁴⁰⁷. Importante notar que o valor dado ao bem ou direito é subjetivo, ou seja, depende do indivíduo – retomaremos esse ponto mais à frente. A teoria adota primariamente o conceito de eficiência de Kaldor-Hicks, mas também há uma busca pela eficiência de Pareto⁴⁰⁸. Analise-se tais conceitos com um exemplo numérico.

404 DE GEEST, Gerrit. N Problems Require N Instruments (June 7, 2012). International Review of Law and Economics, Vol. 35, 2013, Washington University in St. Louis Legal Studies Research Paper No. 12-05-20.

405 MACNEIL, Ian R. Efficient Breach of Contract: Circles in the sky. Virginia Law Review, May, 1982, Vol. 68, p. 948.

406 COOTER, Robert; ULEN, Thomas. Law and Economics. 6th edition, Berkeley Law Books, 2016, p. 84.

407 Adotou-se satisfação como sinônimo de utilidade econômica.

408 BIGONI, Maria; BORTOLOTTI, Stefania; PARISI, Francesco; PORAT, Ariel. Unbundling Efficient Breach: An Experiment,” Coase-Sandor Working Paper Series in Law and Economics, No. 785, 2016, p. 2.

Imagine-se que há duas editoras, Editora Alfa e Editora Beta, pretendendo lançar um livro sobre M&A. As opções das editoras são lançar ou não lançar o livro, obtendo os resultados daí advindos. Abaixo está a tabela de recompensas (*pay-off*) que as editoras obteriam com suas estratégias. Os números à esquerda em cada célula são os da Editora Alfa e os da direita, da Editora Beta.

		Editora Beta	
		Lançar	Não lançar
Editora Alfa	Lançar	10 , 10 ^A	30 , -5 ^B
	Não lançar	-5 , 30 ^C	0 , 0 ^D

Vê-se que quando a estratégia das duas editoras é lançar o livro (célula A), cada uma obteria o resultado de 10⁴⁰⁹. Nesta situação, podemos imaginar que elas teriam que gastar mais com fornecedores por comprarem de forma descentralizada, com propaganda e *marketing* devido à concorrência, além de terem que oferecer o livro por um preço menor.

Caso uma delas lance o livro e a outra não, a que lançar teria o ganho de 30 enquanto a outra teria uma perda de 5. Isso aconteceria, por exemplo, porque a que lançasse poderia negociar um maior volume com fornecedores, não gastar tanto com propaganda e ainda praticar um preço melhor. Por outro lado, a que não lançasse, além de não ganhar nada com as vendas, ainda poderia perder mercado em outros

409 Para manter o exemplo simples não entraremos na discussão, mas a escolha por Lançar e Lançar é a estratégia dominante deste jogo, ou seja, Lançar seria a estratégia de cada uma das editoras independentemente das ação adotada pela outra. Nessa situação também haveria um Equilíbrio de Nash, que traduz o que cada uma faria a depender da estratégia da outra. Para aprofundamento no tema, recomendamos: OSBORNE, M. An Introduction to Game Theory. Oxford University Press, 2003.

livros por ausência de divulgação da marca. Por fim, caso nenhuma das editoras lançassem o livro, não teriam perdas ou ganhos, tendo como resultado 0.

Vejam-se aos conceitos. Uma alocação (distribuição no jogo) está em Eficiência de Pareto quando não puder ser alterada para outra para outra que deixe uma das partes melhor sem que haja uma piora para outra parte (lembrando: na sua própria concepção)⁴¹⁰. Na tabela acima apresentada, tal alocação apenas está presente na célula A (Lançar, Lançar). Isso porque não é possível se mover para nenhuma outra célula sem que haja uma piora na situação de uma ou ambas as partes. Assim, A é eficiente do ponto de vista de Pareto.

Já na Eficiência de Kaldor-Hicks a alocação eficiente é aquela em que o ganho obtido por uma parte supera as perdas sofridas pela outra parte, existindo a possibilidade de compensar a parte que ficou em pior situação⁴¹¹. Para a visualização das alocações que seriam eficientes

410 “The other kind of efficiency, called Pareto efficiency after its inventor or sometimes referred to as allocative efficiency, concerns the satisfaction of individual preferences. A particular situation is said to be Pareto or allocatively efficient if it is impossible to change it so as to make at least one person better off (in his own estimation) without making another person worse off (again, in his own estimation). COOTER, Robert; ULEN, Thomas. Law and Economics. 6th edition, Berkeley Law Books, 2016, p. 14.

411 “Dissatisfied with the Pareto criterion, economists developed the notion of a potential Pareto improvement (sometimes called Kaldor-Hicks efficiency). This is an attempt to surmount the restriction of the Pareto criterion that only those changes are recommended in which at least one person is made better off and no one is made worse off. That criterion requires that gainers explicitly compensate losers in any change. If there is not explicit payment, losers can veto any change. That is, every change must be by unanimous consent. This has clear disadvantages as a guide to public policy. By contrast, a potential Pareto improvement allows changes in which there are both gainers and losers but requires that the gainers gain more than the losers lose. If this condition is satisfied, the gainers can, in principle, compensate the losers and still have a surplus left for themselves. For a potential Pareto improvement, compensation does not actually have to be made, but it must be possible in principle. In essence, this is the technique of cost-benefit analysis. In cost-benefit analysis, a project is undertaken when its benefits exceed its costs, which implies that the gainers could compensate the losers. Cost-benefit analysis tries to take into account both the private and social costs and benefits of the action being contemplated. There are both theoretical and empirical problems with this standard, but it is indispensable to applied welfare economics.” COOTER, Robert; ULEN, Thomas. Law and Economics. 6th edition, Berkeley Law Books, 2016, p. 42.

nessa perspectiva, apresenta-se novamente a tabela de recompensas computando-se os ganhos totais das partes.-

Editora Beta			
		Lançar	Não lançar
Editora Alfa	Lançar	10,10 (20) ^A	30,-5 (25) ^B
	Não lançar	-5,30 (25) ^C	0, 0 (0) ^D

Vê-se que as células com as maiores somas são as B e C, aquelas em que uma das editoras lança o livro e a outra não. Nestas situações, a soma é 25 e estaríamos diante de Eficiências de Kaldor-Hicks. Pode-se também observar que, no exemplo, a Eficiência de Kaldor-Hicks supera os ganhos da Eficiência de Pareto.

Contudo, não haveria incentivos para que qualquer uma das partes fizesse a opção por não lançar, a menos que fosse compensada por tal escolha. Essa é uma das premissas da Eficiência de Kaldor-Hicks citada acima: os maiores ganhos devem possibilitar a compensação. Assim, as editoras poderiam negociar e apenas uma delas lançar o livro. Se a Editora Alfa lançar, ela pode ganhar 30, compensar a Editora Beta em ao menos 10 e ainda obter um saldo de 15 e vice-versa⁴¹². Ou seja, haveria melhora para ao menos uma das editoras sem que houvesse piora para a outra, o que permitiria também ser alcançada uma melhora na Eficiência de Pareto.

Como adiantou-se, a premissa da Eficiência de Haldor-Hicks é adotada como norte pela teoria do inadimplemento eficiente:

412 É certo que a editora que não lançasse o livro seria indiferente se apenas fosse indenizada em 10, já que teria o mesmo ganho lançando. Então a barganha entre as partes deveria levar um resultado entre 10 e 15 para cada uma delas, distribuindo os ganhos totais de 25.

caso seja economicamente mais eficiente para a parte inadimplir o contrato e indenizar a parte contrária pelo que ela ganharia, isso deve ser feito. A indenização de que trata a teoria é a pelo interesse positivo, ou seja, deve colocar a parte inocente na situação em que estaria caso o contrato houvesse sido cumprido, adotando-se o valor que tal parte atribuiu para o objeto do contrato⁴¹³.

Voltando-se para um caso de M&A, pode-se imaginar que o Vendedor pretende alienar a Sociedade Gama e negociou um contrato de compra e venda pelo valor de 100 com o Comprador 1, para quem o valor da Sociedade Gama é 120. Contudo, em determinado momento, o Vendedor recebe uma oferta de 140 do Comprador 2, para quem o valor da Sociedade é 150. Nesse caso, qual seria a saída eficiente adotando-se os parâmetros acima analisados?

Pela teoria do inadimplemento eficiente, a eficiência seria alcançada pelo inadimplemento do contrato de compra e venda pelo Vendedor, que deixaria de vender para o Comprador 1 e venderia para o Comprador 2. Com o valor ofertado pelo Comprador 2, haveria o maior ganho mesmo após o Vendedor indenizar o Comprador 1. Além disso, o Comprador 2 também possui maior *valuation* para a Sociedade, o que também faria com que a alocação fosse mais eficiente do ponto de vista alocativo⁴¹⁴.

No caso concreto, como poderia o julgador – seja juiz ou tribunal arbitral – provocado por um pedido de tutela específica do Comprador 1 determinar qual seria a saída eficiente do ponto de

413 BIGONI, Maria; BORTOLOTTI, Stefania; PARISI, Francesco; PORAT, Ariel. "Unbundling Efficient Breach: An Experiment," Coase-Sandor Working Paper Series in Law and Economics, No. 785 (2016), p. 2.

414 Como se vê na tabela abaixo, o Comprador 1 não estaria pior caso recebesse a indenização no lugar do ganho com o contrato:

Comprador 2	Vendedor	Comprador 1
<i>Valuation:</i> 150 Oferta: 140	Vende por 140 Indeniza Comprador 1 em 20 Ganha 120	<i>Valuation:</i> 120 Oferta: 100 Ganho com o contrato: 20 Indenização: 20

vista econômico? Uma resposta poderia ser, por exemplo, requisitar a *valuation* feito pelas empresas e, a partir disto, ter base para decidir qual dos compradores teria a maior satisfação com a aquisição da Sociedade. Caso seja o Comprador 1, a tutela específica deveria ser provida; caso seja o Comprador 2, a tutela deveria ser negada e o pedido seria convertido em indenização por perdas e danos, os quais deveriam corresponder ao que o comprador preterido (Comprador 1) teria ganhado com a operação.

Contudo, como salienta Krueger, a teoria do inadimplemento eficiente enfrentaria diversas barreiras para ser aplicada no Brasil⁴¹⁵. A mais importante delas é a de que cabe ao credor a escolha pelo cumprimento da obrigação ou perdas e danos, conforme os artigos já citados nesse trabalho. Assim, a escolha não caberia ao julgador.

Além disso, seria extremamente discutível se a quebra intencional do contrato seria compatível com a cláusula geral da boa-fé, também basilar no direito brasileiro. De outro lado, estudiosos do direito e economia, como Posner, defendem que a teoria do inadimplemento eficaz é amoral e a boa-fé deve ser analisada de forma econômica pragmática⁴¹⁶.

Por fim, também é de se questionar os efeitos que tal possibilidade traria para a confiança. Um dos mais básicos princípios contratuais é sua força obrigatória – ou *pacta sunt servanda*. Permitir que uma parte descumpra o contratado – ainda que haja indenização – pode fazer ruir a confiança nos contratos.

Não é o intuito do presente estudo fazer uma defesa da teoria do inadimplemento eficiente. Em verdade, deve-se esclarecer que até mesmo em jurisdições amigáveis à aplicação da teoria do inadimplemento eficiente, ou seja, aquelas que privilegiam a saída dos danos à execução específica, como a norte-americana, a tutela específica é a regra. Em levantamento feito em mais de mil contratos

415 PELA, Juliana Krueger. “Inadimplemento Eficiente” (Efficient Breach) nos Contratos Empresariais. In: Cadernos do Programa de Pós-Graduação Direito/UFRGS, vol. 11, n. 2, 2016, pp. 77-88.

416 POSNER, Richard A. Let Us Never Blame a Contract Breaker. 107 Michigan Law Review 1349 (2009).

de M&A, verificou-se que em 80% dos casos as partes afastaram a regra dispositiva e adotaram a execução específica como remédio para o inadimplemento⁴¹⁷.

De todo modo, o argumento econômico por trás de tal teoria nos permite questionar a eficiência da opção legislativa brasileira, assim como a determinação dos danos como alternativa à execução específica. De um lado, como já citado, cabe ao credor e não ao julgador a escolha entre tutela específica ou danos. Do outro, como veremos, os danos indenizáveis pelo inadimplemento contratual (ou não fechamento da operação) seriam, via de regra, tão somente os incluídos dentro do interesse negativo. Isso levaria o credor a sempre optar pela tutela específica.

Contudo, como já apresentado, há situações em que a tutela específica não é mais possível ou é desinteressante para o credor. Nesses casos, restaria apenas a tutela por perdas e danos. E aqui mora um potencial problema: caso adotada a indenização pelo interesse negativo, não levaria a parte inocente ao mesmo resultado do cumprimento. Haveria, assim, uma desproporção de resultados entre tutela específica e danos.

417 “The black letter law in the U.S. is that money damages are the preferred remedy for contract breach and that specific performance is reserved for extraordinary circumstances. Contract theory tells us that default rules generally reflect what a majority of contracting parties would agree to, had they considered the matter. But do contracting parties agree with the law’s preference for money damages over specific performance? In a dataset of more than 1000 M&A contracts, we find that in over 80% of transactions, parties choose specific performance as their preferred remedy”. ARNOLD, Theresa; DIXON, Amanda; TANNE, Hadar; SHERRIL, Madison; GULATI, Mitu. ‘Lipstick on a Pig’: Specific Performance Clauses in Action. *Wisconsin Law Review*, Forthcoming, Duke Law School Public Law & Legal Theory Series No. 77, 2020.

3.2 A TUTELA PELO DANO

Como visto, parte da teoria econômica defende que os contratos só devem ser cumpridos quando esta for a opção mais eficiente, recorrendo-se às perdas e danos como remédio. Também, que as perdas e danos são uma das opções do credor no direito brasileiro, ainda que preterida. Ademais, no caso específico de M&As, há a dificuldade da obtenção tutela específica devido à complexidade encontrada em muitos dos contratos. Por fim, há de se acrescentar as situações em que não é mais possível ou impraticável recorrer à tutela específica.

Pode-se imaginar, por exemplo, que a sociedade objeto do M&A tenha sido alienada e que os novos compradores já tenham registrado a compra e venda, anunciado na mídia e tido acesso a todo o *know-how*. Nessas situações, dificilmente seria possível retornar ao *status quo ante*, além de ser necessário o desfazimento de diversos negócios jurídicos e atos registrais.

Ou seja, em que pese a norma brasileira dê preferência à tutela específica, esta não será, em muito casos, a saída encontrada pelas partes num contexto de M&A. Restará a elas a saída indenizatória. Aborda-se abaixo três hipóteses comumente discutidas em litígios dessa natureza.

3.2.1 CLÁUSULA PENAL OU PRÉ-FIXAÇÃO DOS DANOS

A primeira forma de indenização a ser tratada é para os casos em que exista cláusula penal. Nesses, as partes liquidam antecipadamente suas perdas ou ao menos indicam a forma que deve ser calculada. Há, contudo, uma limitação no valor da multa a ser aplicada, a qual pode ser no máximo o valor da obrigação principal, conforme artigo 412 do Código Civil⁴¹⁸.

418 Art. 412, CC. O valor da cominação imposta na cláusula penal não pode exceder o da obrigação principal.

Ainda, como salienta Forgioni, muitas vezes a parte deixa de contratar cláusula penal com receio de afugentar a outra na fase das negociações. Nestes casos, entende a professora que as partes estariam assumindo o risco da não contratação definitiva.⁴¹⁹

Via de regra, incidindo a hipótese de inadimplemento, a multa seria devida conforme contratada. Em todo caso, deve-se ter em mente a possibilidade de redução equitativa do valor das multas, o que é possível de acordo com o artigo 413 do Código Civil⁴²⁰ e foi o que aconteceu, por exemplo, no caso Zeca Pagodinho⁴²¹.

Em outro caso, julgado pelo Tribunal de Justiça do Rio de Janeiro (TJRJ), as partes haviam firmado memorando de entendimentos (MoU) com o objetivo de constituir sociedade para produção de energia e que foi resilido imotivadamente por uma delas⁴²². A parte credora ingressou então com ação de cobrança pretendendo o reembolso de valores gastos para o desenvolvimento do projeto de energia entre as partes, conforme compromissos assumidos no MoU. Referido instrumento previa expressamente a possibilidade de quaisquer das partes desistirem do negócio ou negociação, devendo, no entanto, reembolsar as despesas devidamente comprovadas pela outra parte. O TJRJ aplicou a literalidade do contrato e condenou a parte que desistiu da contratação ao reembolso de gastos incorridos na estruturação do projeto.

Vale notar que o valor pré-fixado (e ainda passível de redução) dá àquele que avalia descumprir o contrato maior previsibilidade do que iria arcar (assumindo que a execução específica não fosse uma opção). Assim, as partes devem levar tudo isso em conta ao negociar

419 FORGIONI, Paula Andrea. *Contratos Empresariais: Teoria geral e aplicação*. 5ª edição, São Paulo: Revista dos Tribunais, 2020, p. 80.

420 Art. 413, CC. A penalidade deve ser reduzida equitativamente pelo juiz se a obrigação principal tiver sido cumprida em parte, ou se o montante da penalidade for manifestamente excessivo, tendo-se em vista a natureza e a finalidade do negócio.

421 SÃO PAULO, Tribunal de Justiça, Processo n. 7.155.293-9. Para mais detalhes, ver PELA, Juliana Krueger. “Inadimplemento Eficiente” (Efficient Breach) nos Contratos Empresariais. In: *Cadernos do Programa de Pós-Graduação Direito/UFRGS*, vol. 11, n. 2, 2016, pp. 77-88.

422 RIO DE JANEIRO, Tribunal de Justiça, Processo n. 0009297-72.2013.8.19.0001.

seus contratos de M&A, fazendo a alocação de risco da maneira que entendam adequada.

Por fim, é de se observar que a cobrança de multa inserida num contrato de M&A impõe discussão de mérito e, como tal, exige processo de conhecimento para formação de título judicial e possível execução. Isso implica também a atração da competência arbitral para processar o feito em todos os contratos que contiverem cláusula compromissória (o que, como já falamos, é a regra).

3.2.2 INDENIZAÇÃO PELO INTERESSE NEGATIVO

Na ausência de cláusula penal, restaria às partes a tutela prevista no Código Civil, qual seja, para os casos em que configurado ato ilícito a saída das perdas e danos nos termos dos artigos 186, 187 e 927.

A regra em nossa jurisprudência é que para os casos de rompimento ilícito de tratativas, o interesse tutelado é o negativo⁴²³. Em outras palavras, seria colocar a parte lesada na situação em que estaria caso não houvesse contratado (ou entrado nas negociações).

Zanetti defende que a indenização pelo interesse negativo deva ser integral, nos termos do Código Civil, englobando tanto danos emergentes como lucros cessantes⁴²⁴. Aplicando os exemplos dados pelo professor a um contexto de M&A, teríamos como compensáveis os gastos com contratação de advogados e consultores para auxílio na negociação e auditoria, viagens e deslocamento das partes para as negociações e quaisquer montas efetivamente empregadas para a concretização do negócio. Ainda, quanto aos lucros cessantes, poderiam ser ressarcidos os custos e perdas de oportunidades.

423 Neste sentido: “Verificada a antijuridicidade no rompimento de tratativas negociais, a responsabilidade civil pré-contratual que se estabelece cobre apenas as despesas realizadas para finalização do negócio jurídico frustrado ou em razão dessa mesma operação.”. DISTRITO FEDERAL, Superior Tribunal de Justiça, Processo 0200890-97.2010.8.26.0100.

424 ZANETTI, Cristiano de Souza. Responsabilidade pela ruptura das negociações. São Paulo: Juarez de Oliveira, 2005, p. 156-157

Em caso já citado no tópico 2.3.1, o ali autor pretendeu a indenização pela perda de uma chance pelas oportunidades de ter vendido a sociedade para terceiros enquanto permaneceu negociando com o potencial comprador que, em sua visão, retirou-se abruptamente das negociações. O TJSP, como visto, afastou a ilicitude do encerramento das negociações, mas não sem antes analisar o pleito ressarcitório. O TJSP concluiu que, para que seja indenizável, a perda de uma chance no contexto de um M&A deve ser comprovada a provável ou possível alienação para um terceiro, o que não ocorreu naqueles autos.

A posição doutrinária majoritária defende a indenização pelo interesse negativo também para os casos de inadimplemento contratual, que levariam à resolução da avença⁴²⁵. Nesses casos, o entendimento é o de que com a dissolução do contrato, não caberia ao credor as vantagens que dele adviriam⁴²⁶. O contrato seria inexistente⁴²⁷. A crítica a ser feita é que é incongruente ser dada a opção ao credor de se valer da execução específica e, assim, dos ganhos obtidos com a prestação, mas os mesmos ganhos não serem

425 Neste sentido, Judith Martins-Costa afirma ser “(...) inconcebível que na resolução (que é a extinção do contrato, com a volta ao *status quo*) o credor receba, além da volta ao estado anterior, o que faria jus em razão do cumprimento contratual. As perdas e danos, nessa hipótese, se cabíveis, estão cingidas ao interesse negativo”. MARTINS-COSTA, Judith. Responsabilidade civil contratual. Lucros cessantes. Interesse positivo e interesse negativo. Distinção entre lucros cessantes e lucros hipotéticos. Dever de mitigar o próprio dano. Dano moral e pessoa jurídica. In: LOTUFO, Renan; NANNI, Giovanni Ettore; MARTINS, Fernando Rodrigues (Coords.). *Temas relevantes do direito civil contemporâneo: reflexões sobre os 10 anos do Código Civil*. São Paulo: Atlas, 2012, p. 562-563.

426 SILVA, Rodrigo da Guia. Interesse contratual positivo e interesse contratual negativo: influxos da distinção no âmbito da resolução do contrato por inadimplemento. Revista IBERC, v. 3, n. 1, p. 1-37, jan.-abr./2020, p. 21.

427 “Efetivamente, colocar o parceiro lesado ‘na situação em que se encontraria caso o contrato se tivesse exaurido pelo cumprimento’, representa, às escâncaras, grave incongruência lógica. Se o contrato se dissolveu, nem há a prestação do parceiro infiel, como chegar a este resultado? De que modo e a que título se concederá ao não inadimplente as vantagens do contrato, se o contrato, por definição, inexistente?”. ASSIS, Araken de. Dano positivo e dano negativo na dissolução do contrato. Revista da Associação dos Juizes do Rio Grande do Sul (Ajuris). n. 60, março, 1994, p. 125.

obtidos por inadimplemento do devedor, que resultaria na resolução do contrato.

Como destaca Steiner⁴²⁸, tratando especificamente de promessas de compra e venda de imóveis, não são raras as decisões do Superior Tribunal de Justiça que entendem de maneira diversa, colocando o comprador adimplente na situação em que estaria caso o contrato houvesse sido cumprido⁴²⁹ – em outras palavras adotando o interesse contratual positivo, que será analisado abaixo. A posição, contudo, não é consolidada⁴³⁰ e deve ser vista com a devida ressalva de que não há métrica para saber se seria aplicada a contratos empresariais, como os de M&A.

3.2.3 INDENIZAÇÃO PELO INTERESSE POSITIVO

Por fim, há a figura da indenização pelo interesse positivo, que pressupõe colocar a parte inocente na situação em que estaria caso o contrato fosse cumprido⁴³¹. É o chamado, nos países de *commom law*,

428 STEINER, Renata. Interesse Positivo e Interesse Negativo: a reparação de danos no direito privado brasileiro. 2016. Tese de Doutorado, Universidade de São Paulo. São Paulo, 2016.

429 “No que se refere aos lucros cessantes, o desate dado à questão mostra-se em consonância com a orientação aplicada por esta Corte em hipóteses semelhantes à presente, a saber, a de que, em casos em que o negócio jurídico se frustrou por culpa do vendedor, o comprador possui o “direito de ser colocado na situação em que estaria caso o contrato tivesse sido cumprido. Isto é, tem o direito a ver atendido seu interesse positivo de ser indenizado pelos danos positivos, para o que interessa considerar qual o patrimônio de que disporia se não tivesse havido a quebra do contrato” (REsp n. 403.037/SP, Relator o Ministro Ruy Rosado de Aguiar, DJ de 5/8/2002)”. DISTRITO FEDERAL, Superior Tribunal de Justiça, Processo AgRg no AREsp 486194/BA.

430 “De fato, pelo princípio da reparação integral, uma vez desfeito o negócio jurídico, a parte deve ser reconstituída à mesma situação na qual se encontrava antes da celebração do contrato”. DISTRITO FEDERAL, Superior Tribunal de Justiça, Processo REsp 1854803/AC.

431 STEINER, Renata. Interesse Positivo e Interesse Negativo: a reparação de danos no direito privado brasileiro. 2016. Tese de Doutorado, Universidade de São Paulo. São Paulo, 2016.

de *expectation damages*⁴³². No cenário analisado, seria a situação em que o credor estaria se houvesse o fechamento da operação de M&A.

Assim, para o comprador frustrado, a indenização pelo interesse positivo seria colocá-lo na situação em que estaria caso tivesse adquirido a sociedade. Tal cálculo é de difícil estimação. Contudo, como já salientado, em uma perspectiva econômica o que deve ser analisado é o valor que o comprador frustrado dava à sociedade, ou seja, seu *valuation*. Assim, uma das hipóteses para o cálculo do dano nesse caso seria a subtração do *valuation* do comprador pelo preço ofertado pela sociedade objeto. Para o vendedor frustrado, o cálculo contaria com mais peculiaridades, sendo situação menos complexa aquela em que a sociedade tivesse sido negociada acima do seu *valuation*, fazendo jus à diferença.

A jurisprudência brasileira afasta majoritariamente a possibilidade de indenização pelo interesse positivo nos casos em que haja quebra abrupta das negociações – como apresentado acima, a posição jurisprudencial consolidada adota a premissa do interesse negativo para definir o dano indenizável. Contudo, em situações limítrofes, o interesse positivo já foi tutelado. Uma delas é o já citado Caso dos Tomates, no qual o TJRS determinou a indenização aos produtores de tomate pelo equivalente ao que teriam recebido caso o contrato de compra da safra houvesse sido firmado e cumprido.

Mais recentemente, a 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial do Tribunal de Justiça de São Paulo julgou um caso entre o DJ Alok Achkar Peres Petrillo (Alok) e a marca de roupas Cavalera Comércio e Confecções Ltda (Cavalera). No caso, Alok licenciaria sua marca para a confecção de uma coleção para a Cavalera, com a elaboração de protótipos e existindo encorajamento para que a marca de roupas continuasse a desenvolver a coleção. Além disso, houve diversas trocas entre as partes sobre o futuro contrato a ser celebrado, tendo Alok inclusive selecionado as peças que teriam sua aprovação. Ainda, ficou

432 COOTER, Robert; ULEN, Thomas. Law and Economics. 6th edition, Berkeley Law Books, 2016.

confirmado que Alok estava negociando com outras marcas de roupa, em que pese a existência de obrigação de exclusividade.

Diante do cenário posto, o TJSP decidiu pela responsabilidade de Alok, pois estimulou, durante meses, a Cavalera a despender recursos negociando para, às vésperas do lançamento da linha de roupas, desistir do negócio. O Tribunal, em que pese reconheça a inexistência de um contrato final celebrado, entendeu que as negociações estavam tão avançadas que o dever de indenizar deveria ser pleno, como se o contrato houvesse sido concluído. A condenação imposta foi a de ressarcimento dos danos emergentes consistentes em tudo o que a Cavalera despendeu com o desenvolvimento da coleção, bem como lucros cessantes, tendo por base o que a Cavalera deixou de auferir em razão da perda de um ganho esperado com vendas da coleção. Em outras palavras, tutelou-se o interesse positivo.

Os casos citados são de responsabilidade pré-contratual, mas sua lógica também se aplicaria, até com maior facilidade, à responsabilidade contratual pela resolução decorrente do inadimplemento. Nesse sentido, Steiner defende que existe uma falsa incompatibilidade entre a resolução e o interesse positivo. Assim, o credor lesado deveria ser recolocado na situação em que estaria caso o contrato houvesse sido cumprido, ainda que resolvido pelo inadimplemento.

Para Tepedino⁴³³, o interesse positivo remete ao ressarcimento dos valores decorrentes do conteúdo contratual, avaliando-se o

433 “No que tange aos interesses positivos, portanto, os valores a serem ressarcidos decorrem do conteúdo contratual. Avalia-se o que se perdeu e o que se deixou de ganhar tendo por parâmetro a comutatividade contratual. Aqui o lucro cessante é valorado pelo que razoavelmente se deixou de obter no contrato inadimplido, ainda que a ruptura tenha ocorrido na fase das tratativas que se viram injustamente interrompidas pela outra parte. Em outras palavras, o interesse positivo busca remeter as partes ao estado jurídico em que se encontrariam caso o contrato viesse a ser celebrado. Especificamente no âmbito da responsabilidade pré-contratual, a possibilidade de ressarcimento pelo interesse positivo mostra-se bastante controversa. Em geral, mostra-se razoável afastar a indenização pelo “interesse no cumprimento do contrato” nas hipóteses em que sequer há contrato firmado. A admissão de interesses positivos, contudo, pode se revelar plausível desde que se considere, em relação a certas obrigações, o contrato (ou parte autônoma dele) já formado, extrapolando-se, portanto, a fase pré-contratual. Desse modo, admitir-se-ia, nessa hipótese, a indenização pelo interesse positivo, mesmo no caso de ruptura

que se perdeu e o que se deixou de ganhar, tendo por parâmetro a comutatividade contratual. O lucro cessante seria aqui valorado pelo que se deixou de obter no contrato inadimplido. Expõe o autor que tal responsabilidade na fase pré-contratual é controversa e deve, via de regra, ser afastada quando sequer há contrato firmado. Contudo, admite razoável a indenização pelo interesse positivo quando, em relação a determinadas obrigações, o contrato, ou parte dele, já está formado, o que extrapolaria a fase pré-contratual.

Vale aqui também a menção – e as ressalvas – dos casos de compra de venda de imóveis julgados pelo STJ que, em certa medida, tomam o interesse positivo como parâmetro para a indenização pelo inadimplemento contratual. Assim, em que pese não seja a regra, é salutar a discussão de quando o interesse positivo deveria ser tutelado, inclusive no contexto de M&A.

4. CONCLUSÕES

Não há respostas definitivas sobre o melhor tratamento a ser dado para frustrações de operações de M&A. Não fechar o negócio vai sempre fazer parte do jogo. Contudo, é função do direito ofertar mecanismos eficazes para que as partes tenham segurança ao negociar, seja para que possam compelir a outra parte a cumprir o contrato, seja para não serem obrigadas a fazer aquilo que não contrataram, ao império da autonomia privada.

Como visto, a saída primária do direito brasileiro, para os casos que a comportem, é a execução específica. Contudo, nem sempre o remédio será possível de aplicação prática, tendo em vista a

injusta das negociações. Para o desenvolvimento de construção dessa envergadura mostra-se valiosa a recuperação dos subsídios doutrinários oferecidos pela doutrina das atividades sem negócio e dos comportamentos sociais típicos, que poderiam demonstrar a possibilidade de produção de efeitos do contrato antecedente ou independentemente no negócio jurídico que o constitui”. TEPEDINO, Gustavo. Formação progressiva dos contratos e responsabilidade pré-contratual: notas para uma sistematização. In *Direito, Cultura, Método: Leituras da obra de Judith Martins Costa*. Rio de Janeiro: GZ Editora, 2019, p. 598-599.

complexidade comum às operações. Para esses casos, restaria a tutela pelas perdas e danos.

A saída contratual pela cláusula penal ou pré-liquidação dos danos parece ser uma boa opção para se resguardar um valor mínimo a ser indenizado em caso de frustração da operação. Mas, na prática, tal cláusula pode ser um empecilho às negociações e as partes acabam por deixar de prever tal instrumento, assim como há a possibilidade de revisão pelo órgão julgador.

Na ausência de previsão contratual, restaria as partes pleitear a indenização que entendessem cabível, podendo se pautar pelo interesse negativo, que parece ser a regra, e o interesse positivo, que se apresenta como exceção. As partes também devem ter isso em mente ao entrar numa negociação.

Por fim, considerando que tais disputas ocorrem majoritariamente em arbitragem, esta poderia ser uma via para um tratamento mais adequado da equação execução específica e dano para as mais diferentes hipóteses de caso concreto. Não é segredo que tribunais arbitrais dispõe de mais tempo e têm maior flexibilidade para disciplinar o procedimento, o que pode resultar em um melhor tratamento da prova, por exemplo. Ainda, como defende Carmona, o árbitro tem missão autônoma e não há um dever de ser coerente com o entendimento dos tribunais estatais sobre a aplicação da norma⁴³⁴, podendo assim aplicar o direito da forma que melhor atenda o caso concreto.

434 “Diante disso, é importante ressaltar que a missão do árbitro é autônoma e diferente da dos magistrados. Não há qualquer dever de ser coerente com o ordenamento jurídico ou com o entendimento que os Tribunais Estatais dão a determinada norma jurídica. A missão do árbitro é resolver um litígio em específico e para tanto seus deveres e função são especiais. Ainda que o precedente seja tomado como norma de direito, sua não observância caracterizará, no limite, a má-aplicação do direito pelo árbitro, o que não comporta correção judicial nem expõe a sentença arbitral à demanda anulatória”. CARMONA, Carlos Alberto; MACHADO FILHO, José Augusto Bittencourt. Arbitragem: jurisdição, missão e justiça in Constituição da República 30 anos depois: uma análise prática da eficiência dos direitos fundamentais. Estudos em homenagem ao Ministro Luiz Fux/Abhner Youssif Mota Arabi, Fernando Maluf, Marcello Lavenère Machado Neto (Coord.). - Belo Horizonte: Fórum, 2019, p. 225.

BIBLIOGRAFIA

ARNOLD, Theresa; DIXON, Amanda; TANNE, Hadar; SHERRIL, Madison; GULATI, Mitu. 'Lipstick on a Pig': Specific Performance Clauses in Action (November 25, 2020). Duke Law School Public Law & Legal Theory Series No. 2020-77.

ASSIS, Araken de. Dano positivo e dano negativo na dissolução do contrato. Revista da Associação dos Juizes do Rio Grande do Sul (Ajuris). n. 60, março, 1994.

BIGONI, Maria; BORTOLOTTI, Stefania; PARISI, Francesco; PORAT, Ariel. Unbundling Efficient Breach: An Experiment," Coase-Sandor Working Paper Series in Law and Economics, No. 785 (2016).

CARMONA, Carlos Alberto; MACHADO FILHO, José Augusto Bittencourt. Arbitragem: jurisdição, missão e justiça in Constituição da República 30 anos depois: uma análise prática da eficiência dos direitos fundamentais. Estudos em homenagem ao Ministro Luiz Fux/ Abhner Youssif Mota Arabi, Fernando Maluf, Marcello Lavenère Machado Neto (Coord.). - Belo Horizonte: Fórum, 2019.

COOTER, Robert; ULEN, Thomas. Law and Economics. 6th edition, Berkeley Law Books, 2016.

DE GEEST, Gerrit. N Problems Require N Instruments (June 7, 2012). International Review of Law and Economics, Vol. 35, 2013, Washington University in St. Louis Legal Studies Research Paper No. 12-05-20.

DISTRITO FEDERAL, Superior Tribunal de Justiça, Processo 0200890-97.2010.8.26.0100.

DISTRITO FEDERAL, Superior Tribunal de Justiça, Processo AgRg no AREsp 486194/BA.

DISTRITO FEDERAL, Superior Tribunal de Justiça, Processo REsp 1854803/AC.

DISTRITO FEDERAL, Supremo Tribunal Federal, Processo RE88.716/RJ.

FERREIRA, Mariana Martins-Costa. Reflexões sobre o regime jurídico do acordo de acionistas e seus mecanismos de cumprimento forçado. In YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti (coords). Processo Societário, Vol. II. São Paulo: Quartier Larin, 2015.

FORGIONI, Paula Andrea. Contratos Empresariais: Teoria geral e aplicação. 5ª edição, São Paulo: Revista dos Tribunais, 2020.

FORGIONI, Paula Andrea. Teoria geral dos contratos empresariais. 2ª edição, São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016.

GORESCU, Carla Pavesi. Delimitação da indenização em operações de fusões e aquisições no Brasil. Dissertação de Mestrado, Fundação Getúlio Vargas, 2019.

KÜMMEL, Dóris Amaral. A disciplina jurídica do rompimento injustificado de negociações pré-contratuais no direito brasileiro e no direito alemão. Monografia, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, 2013.

MACNEIL, Ian R. Efficient Breach of Contract: Circles in the sky. Virginia Law Review, May, 1982, Vol. 68.

MARTINS-COSTA, Judith. Responsabilidade civil contratual. Lucros cessantes. Interesse positivo e interesse negativo. Distinção entre lucros cessantes e lucros hipotéticos. Dever de mitigar o próprio dano. Dano moral e pessoa jurídica. In: LOTUFO, Renan; NANNI, Giovanni Ettore; MARTINS, Fernando Rodrigues (Coords.). *Temas relevantes do direito civil contemporâneo: reflexões sobre os 10 anos do Código Civil*. São Paulo: Atlas, 2012.

NARCIZO, Bruna. Paper Excellence vence arbitragem contra J&F em briga pela Eldorado. Folha de São Paulo, 2021. <<https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2021/02/paper-excellence-vence-arbitragem-contra-jf-em-briga-pela-eldorado.shtml>>. Acesso em dezembro/2021.

OLIVEIRA, Nuno Manuel Pinto. Culpa in cotrahendo. Interesse contratual negativo e interesse contratual positivo. Ac. do STJ de 26.1.2006. Proc. 4063/05. Anotações. In Caderno de Direito Privado, n 20, outubro/dezembro, 2007.

OSBORNE, M. An Introduction to Game Theory. Oxford University Press, 2003.

PELA, Juliana Krueger. “Inadimplemento Eficiente” (Efficient Breach) nos Contratos Empresariais. In Cadernos do Programa de Pós-Graduação Direito/UFRGS, vol. 11, n. 2, 2016.

POPP, Carlyle. Responsabilidade civil pré-negocial: o rompimento das tratativas. Curitiba: Juruá, 2001.

POSNER, Richard A. Let Us Never Blame a Contract Breaker. 107 Michigan Law Review 1349 (2009).

RIO DE JANEIRO, Tribunal de Justiça, Processo n. 0009297-72.2013.8.19.0001.

RIO GRANDE DO SUL, Tribunal de Justiça, Processo nº 591028295.

São Paulo, Foro Central Cível, processo 0631007-55.2000.8.26.0100.

SÃO PAULO, Foro Central Cível, Processo n. 1027596-98.2021.8.26.0100.

SÃO PAULO, Tribunal de Justiça, Processo n. 7.155.293-9.

SÃO PAULO, Tribunal de Justiça, Processo nº 0005452-31.2013.8.26.0100.

SCHREIBER, Anderson; TARTUCE, Flávio; BRANDÃO, Everilda; ANDRADE, Gustavo Henrique Baptista; FROTA, Pablo Malheiros da Cunha. Renegociação dos contratos preliminares (promessa) societários na pandemia de covid-19: Um diálogo comparado luso-brasileiro à luz da alteração das circunstâncias. Migalhas, 2020. <<https://www.migalhas.com.br/coluna/migalhas-contratuais/325753/a-renegociao-dos-contratos-preliminares--promessa--societarios-na-pandemia-de-covid-19-um-dialogo-comparado-luso-brasileiro-a-luz-da-alteracao-das-circunstancias>>. Acesso em dezembro/2021.

SILVA, Rodrigo da Guia. Interesse contratual positivo e interesse contratual negativo: influxos da distinção no âmbito da resolução do contrato por inadimplemento. Revista IBERC, v. 3, n. 1, p. 1-37, jan.-abr./2020.

STEINER, Renata. Interesse Positivo e Interesse Negativo: a reparação de danos no direito privado brasileiro. 2016. Tese de Doutorado, Universidade de São Paulo. São Paulo, 2016.

TEPEDINO, Gustavo. Formação progressiva dos contratos e responsabilidade pré-contratual: notas para uma sistematização. In Direito, Cultura, Método: Leituras da obra de Judith Martins Costa. Rio de Janeiro: GZ Editora, 2019.

VALENTE, Fernanda. Conflitos sobre fusões e entre sócios são os mais levados para arbitragem, diz pesquisa. Conjur, 2019. <<https://www.conjur.com.br/2019-fev-27/conflitos-internos-fusoes-sao-levdos-arbitragem>>. Acesso em dezembro/2021.

ZANETTI, Cristiano de Souza. Responsabilidade pela ruptura das negociações. São Paulo: Juarez de Oliveira, 2005.

AS FUSÕES E AQUISIÇÕES NO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL EM RESPOSTA ÀS FALHAS DE MERCADO E A TRANSFERÊNCIA QUALIFICADA DE CONTROLE ACIONÁRIO NO DIREITO BANCÁRIO BRASILEIRO

Gustavo Ferreira de Campos (USP, São Paulo)

RESUMO

O presente artigo aborda o regime das fusões e aquisições no sistema financeiro nacional brasileiro, partindo da hipótese de que, apesar de haver previsão legal na legislação bancária brasileira da utilização de mecanismos societários que preservem as empresas, tal como a alienação de controle acionário a outros agentes, com objetivo evitar um risco sistêmico e proteger a ordem econômica nacional, tais ferramentas regulatórias não são utilizadas e as instituições financeiras tendem a ser liquidadas extrajudicialmente. Por meio de pesquisa empírica dos dados divulgados pelo Banco Central do Brasil e de jurisprudência do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, o estudo concluiu que os mecanismos de fusão e aquisição não são aplicados de forma compulsória como regime de resolução, contudo consolidou-se a figura da “transferência qualificada” de controle das instituições financeiras, que permitiu e incentivou a realização de operações de aquisição de instituições financeiras, por meio da limitação de responsabilidade do comprador.

PALAVRAS-CHAVE

Fusões e Aquisições – Direito Bancário – Direito e Economia – Institucionalismo Jurídico – Alienação de controle societário – Transferência Qualificada – Direito Societário

MERGERS AND ACQUISITIONS IN THE NATIONAL FINANCIAL SYSTEM IN RESPONSE TO MARKET FAILURES AND THE QUALIFIED TRANSFER OF SHAREHOLDERS' CONTROL IN BRAZILIAN BANKING LAW

ABSTRACT

This article addresses the system of mergers and acquisitions in the Brazilian national financial system, starting from the hypothesis that, although there is legal provision in the Brazilian Banking Law for the use of corporate mechanisms that preserve companies, such as the sale of shareholding control to other agents, in order to avoid a systemic risk and protect the national economic order, such regulatory tools are not used and financial institutions tend to be liquidated out of court. Through empirical research of data released by the Central Bank of Brazil and case law from the *Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional*, the study concluded that the merger and acquisition mechanisms are not applied in a compulsory way as a resolution mechanism, however the institution of the “qualified transfer” (*transferência qualificada*) of control of financial companies was consolidated, which allowed and stimulated the closing of transactions for acquisition of financial institutions, through the limitation of liability of the purchaser.

KEYWORDS

Mergers and Acquisitions – Banking Law – Law and Economics – Legal Institutionalism – Transfer of shareholders’ control – Qualified Transfer – Corporate Law

1. INTRODUÇÃO

Assim como outros ordenamentos jurídicos modernos ao redor do mundo, o Direito Brasileiro, por reconhecer a existência das falhas de mercado, criou mecanismos para sua correção e manutenção do bom funcionamento da ordem jurídico-econômica e financeira a partir

da criação de autarquias e agências reguladoras e da atribuição ao Estado Brasileiro, por dispositivo constitucional, de deveres enquanto agente fiscalizador, normativo e regulador da atividade econômica⁴³⁵. Tais falhas de mercado, teorizadas na economia neoclássica, sofreram transformações em sua concepção ao longo do desenvolvimento das teorias econômicas, mas podem ser, em essência, sumarizadas como falhas de um sistema de instituições de mercado de preço mais ou menos idealizado para sustentar atividades desejáveis e impedir atividades indesejáveis⁴³⁶.

Baseado na premissa de que a economia, assim como formas modernas de organização social são constituídas por grupos de instituições, a economia das organizações deslocou parte do debate entre ter ou não a ação do Estado na economia, para a análise entre as estruturas verticais e horizontais, hierárquicas e não hierárquicas⁴³⁷, as quais, no fim, resumizam o debate das economias capitalistas em formas de organização da produção por meio de empresas ou mercados⁴³⁸. Langlois contribui para esse debate desenvolvendo um paralelo entre a mão invisível do mercado e o que ele teoriza como a mão que se esvai (*the vanishing hand*), que está no limite entre a

435 Nesse sentido, o art. 174 da Constituição Federal de 1988 estabelece que o Estado brasileiro exercerá as funções de fiscalização, incentivo e planejamento, como agente normativo e regulador da atividade econômica, sendo notável o papel das autarquias e agências reguladoras para a consecução de tais objetivos a exemplo da Comissão de Valores Mobiliários, Banco Central, Conselho Administrativo de Defesa Econômica, Agência Nacional de Energia Elétrica, dentre outros.

436 BATOR, Francis M. *The Anatomy of Market Failure*. The Quarterly Journal of Economics, vol. 72, Edição 3, 1958, p. 351: “What is it we mean by “market failure”? Typically, at least in allocation theory, we mean the failure of a more or less idealized system of price-market institutions to sustain “desirable” activities or to estop (sic) “undesirable” activities. The desirability of an activity, in turn, is evaluated relative to the solution values of some explicit or implied maximum-welfare problem”.

437 MÉNARD, Claude. *A new institutional approach to organization*. In: Handbook of new institutional economics. Springer, Berlin, Heidelberg, 2008. p. 281-318.

438 COASE, R. *The Nature of the Firm*. *Economica*, New Series, Vol. 4, nº 16 (Nov., 1937), 386-405.

organização da produção por meio de empresas e aquela via mercados, que altera a “visibilidade” da mão invisível do mercado⁴³⁹.

Apesar de uma tentativa brasileira de formulação de uma teoria geral da regulação devido à tradicional concepção do Estado como agente de duas funções opostas – intervenção direta na vida econômica e fiscalização dos agentes privados⁴⁴⁰ – a discussão relativa à regulação econômica não é recente e data de um longo período de não apenas debates teóricos, mas também práticos. Entretanto, esse conflito é comumente mitigado quando o objeto são os chamados mercados regulados, que por essência necessitam de regulação para que ocorra o seu bom funcionamento (e.g. sistema financeiro nacional, mercado de capitais, mercado de seguros dentre outros). Para estes mercados, não apenas aceita-se implicitamente que a normatização é imprescindível para o seu regular funcionamento, mas parte-se da premissa que sem ela potencialmente haveria disfunções. Como exemplo, cita-se o desenvolvimento global – e não apenas brasileiro – de parâmetros no mercado de capitais para a divulgação de informações⁴⁴¹, que presume a existência de assimetria de informação que precisa de alguma forma ser endereçada para permitir a tomada de decisão mais racional pelos agentes.

Nesse mesmo sentido, uma vez que mercados são baseados em determinadas instituições (especialmente o Direito)⁴⁴² para funcionarem, a economia não pode ser separada da perspectiva política, jurídica e social, sob a ótica da nova economia institucional e

439 LANGLOIS, R. N. *The Vanishing Hand: the Changing Dynamics of Industrial Capitalism*. Economics Working Papers, 2002.

440 SALOMÃO FILHO, C. *Regulação da Atividade Econômica (Princípios e Fundamentos jurídicos)*. Malheiros, 2008, p. 19.

441 PRADO, Viviane Muller; RACHMAN, Nora; COELHO, Alexandre R. *Internalização dos Padrões Regulatórios Internacionais no Brasil: o Caso IOSCO*. Revista de Direito Internacional Econômico e Tributário, v. 10, n. 2 Jul/Dez, 2015, p. 249.

442 Nesse sentido, o professor Eros Grau argumenta que “(...) o mercado não seria possível sem uma legislação que o protegesse e uma racional intervenção, que assegurasse sua existência e preservação”. Vide GRAU, Eros Roberto. *O Direito Posto e o Direito Pressuposto*. São Paulo: Malheiros, 2000, p. 94 e ss.

do institucionalismo jurídico, alterando o foco dos debates regulatórios de “regular versus não regular” para “como regular”.

Particularmente com relação ao Direito Bancário Brasileiro, a legislação prevê que o Banco Central do Brasil utilize certas ferramentas regulatórias para evitar risco sistêmico e proteger a ordem econômica nacional, são elas: (i) a intervenção; (ii) a liquidação extrajudicial; (iii) o regime de administração especial temporária (RAET); e (iv) mecanismos de capitalização e “fusão e aquisição compulsória”.

Tais mecanismos que são denominados no presente de “fusão e aquisição compulsória” estão dispostos nos artigos 5 e 6 da Lei nº 9.447 de 14 de março de 1997, compreendendo: (i) transferência do controle acionário; (ii) reorganização societária, inclusive mediante incorporação, fusão ou cisão; (iii) transferência de bens, direitos e obrigações ou de estabelecimentos; (iv) alienação ou cessão de bens e direitos a terceiros, com a assunção de obrigações por tal terceiro; e (v) constituição ou reorganização de sociedade ou sociedades para as quais sejam transferidos, no todo ou em parte, bens, direitos e obrigações da instituição sob intervenção, liquidação extrajudicial ou administração especial temporária, objetivando a continuação geral ou parcial de seu negócio ou atividade. A possibilidade de capitalização da instituição financeira, a despeito de estar prevista no mesmo dispositivo, foi excluída do rol das fusões e aquisições compulsórias, por se tratar de mero aumento de capital por parte dos sócios, sem que haja alteração no quadro societário ou na propriedade dos bens.

Embora exista um regime compulsório de fusões e aquisições no direito bancário brasileiro, tais ferramentas não são necessariamente aplicadas em resposta às falhas de mercado. A despeito de tal regime estar positivado e de ser, pretensamente e à escolha do legislador, medida eficaz e instrumental para a resolução de falhas de mercado e proteção da ordem econômica em observância do princípio da preservação da empresa, o Banco Central do Brasil (Bacen), órgão regulador das instituições financeiras, tende a facultar ao agente fiscalizado a implementação de uma operação de fusão e aquisição e, caso não realizada ou não suficiente, promove a extinção das

companhias via liquidação extrajudicial. Ressalte-se que o *caput* do artigo 5 da Lei nº 9.447 de 14 de março de 1997 prevê que os mecanismos alternativos de fusão e aquisição possam ser utilizados de forma mandatória pelo Bacen, sem prejuízo de posterior decretação de liquidação extrajudicial.

O problema levantado se justifica como objeto de estudo por motivações práticas. Em primeiro lugar pela potencial evidenciação de que o regime criado pela legislação brasileira praticamente não é aplicado conforme previsto, ainda que positivado e, em segunda instância pela sua relevância na realidade brasileira, tendo em vista que as discussões envolvendo mecanismos de preservação da empresa frente a situações de crise vêm se intensificando no cenário brasileiro⁴⁴³.

Foi conduzida pesquisa empírica na base de dados públicos do Banco Central do Brasil, disponibilizados em sua página de *website* até 3 de julho de 2022, para identificar de forma crítica os modelos de fusão e aquisição compulsória implementados a partir de 15 de março de 1997, isto é, desde a entrada em vigor da Lei nº 9.447 de 14 de março de 1997 que criou os dispositivos de fusão e aquisição compulsória, e se houve prevalência pela liquidação extrajudicial das instituições financeiras. Adicionalmente, foi realizada pesquisa jurisprudencial qualitativa no acervo de decisões do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, autoridade responsável por julgar as decisões exaradas pelo Banco Central do Brasil e questionadas administrativamente. Procedeu-se uma análise comparativa entre os casos práticos julgados pelas autoridades administrativas de como se deu a estrutura das alienações compulsórias de controle e quais os requisitos para classificação da chamada transferência qualificada

443 Sobre esse tema, vide artigo sobre mudança do enfoque da pena e preservação das empresas sob a ótica concorrencial: MARTINS, Carlos Frederico Braga; SANTOS, Rodrigo Victor dos. *Direito Concorrencial Sancionador: análise das alternativas à multa corporativa como forma de garantir o efeito dissuasório da pena*. In: ATHAYDE, Amanda; MAIOLINO, Isabela; SILVEIRA, Paulo Burnier da (Orgs). *Comércio Internacional e Concorrência: Desafios e Perspectivas Atuais - Volume II*. Brasília: Faculdade de Direito - UnB, 2019.

de controle acionário, análise complementar e derivada que se fez necessária pela sua contínua aplicação e validação pelos órgãos do Sistema Financeiro Nacional.

Por fim, foi conduzida revisão da literatura sobre transferência e/ou alienação compulsória do controle societário e outros regimes de fusão e aquisição mandatórios.

2. AS “FALHAS DE MERCADO” PELA ÓTICA DA FUNÇÃO SOCIAL DA EMPRESA

Apesar de não haver a menção expressa de “falhas de mercado” na legislação bancária brasileira, os conceitos foram incorporados para justificar a implementação das políticas públicas e regulação do Sistema Financeiro Nacional, como se verá a seguir.

No direito pátrio, a função social da empresa foi consagrada por depreensão da função social da propriedade, princípio positivado na Constituição da República Federativa do Brasil de 1988, pelo professor Fabio Konder Comparato. Desta forma, a empresa – dentre as quais se incluem as instituições financeiras – possui uma função social, enquanto conjunto de bens de produção, que é caracterizada como o poder de dar destino determinado ao objeto da propriedade, de vincular tais bens de produção a certo objetivo. Essa função social, ligada a um objetivo que corresponde ao interesse coletivo, não é necessariamente igual à função designada pelo *dominus*, mas pode ser harmoniosa⁴⁴⁴.

A economia capitalista moderna potencializa a evidência de que as instituições financeiras possuem uma óbvia função social ao garantir o bom funcionamento do sistema monetário, do mercado de crédito, do mercado de capitais e assim por diante. É, portanto,

444 Vide “COMPARATO, Fábio Konder. *Função social da propriedade dos bens de produção*. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, v. 25, n. 63, p. 71-79, jul.-set. 1986” e “COMPARATO, Fábio Konder. *Estado, empresa e função social*. Revista dos Tribunais. São Paulo, v. 85, n. 732, p. 38-46, out. 1996”.

inconcebível que a sociedade moderna exista⁴⁴⁵ sem que o sistema financeiro e as instituições jurídicas que a amparam estejam em bom funcionamento.

Considerando que as empresas exercem uma função social, seja ao garantirem o funcionamento da ordem econômica positivada, seja ao assegurarem a geração de emprego, os mecanismos regulatórios deveriam sempre observar o princípio da preservação da empresa ao responder às falhas de mercado. No direito bancário brasileiro, as falhas de mercado são remediadas a partir da proteção à ordem econômica, em especial ao sistema financeiro nacional, que encontra guarida na Lei nº 4.595 de 31 de dezembro de 1964 que estabelece que a política do Conselho Monetário Nacional objetivará zelar pela liquidez e solvência das instituições financeiras (artigo 3º, inciso VI), bem como atribui ao Banco Central do Brasil a vigilância permanente sobre empresas que, direta ou indiretamente, interfiram nos mercados financeiros e de capitais (artigo 11, inciso VII).

3. OS MECANISMOS DE FUSÃO E AQUISIÇÃO COMO RESPOSTA JURÍDICO-ECONÔMICA

Ao longo do tempo o Sistema Financeiro Nacional passou por períodos difíceis que foram marcados por mecanismos alternativos à intervenção direta do Estado na atuação dos agentes privados, que optou por mecanismos de indução⁴⁴⁶ dos agentes à adoção de

445 Sobre a falsa necessidade de determinadas instituições para o funcionamento da sociedade, o professor Roberto Mangabeira Unger faz extensa análise em seu livro, contribuindo para ideias de imaginação institucional que fogem à obviedade de formas de organização social, econômica e política existentes. Contudo, o presente artigo não comporta tal reflexão aprofundada, se limitando a pressupor que as formas de organização vigentes precisam das instituições existentes para sustentação do próprio ambiente institucional. Vide “UNGER, R. M. *False Necessity: Anti-necessitarian social theory in the service of radical democracy*. Verso, 2001”.

446 Por intervenção (ou ação) por indução leciona o professor Eros Roberto Grau: “*intervenção (ou ação) por indução: que ocorre quando a organização estatal passa a manipular o instrumental de intervenção em consonância e na conformidade das leis que regem o funcionamento do mercado. (...) A de intervenção por indução, na definição de estímulos ou incentivos à adoção de um certo comportamento, a cujo desatendimento pelo*

determinados comportamentos no mercado, visando determinada finalidade político-econômica. Como exemplo, citam-se dois casos clássicos instrumentos, que foram o Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional (PROER) e o Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária (PROES), ambos lançados durante o governo do então presidente Fernando Henrique Cardoso, sendo o primeiro destinado ao socorro de entidades privadas e o último voltado para a privatização de bancos públicos.

Tendo em vista que os objetivos políticos do PROES, por se voltarem a privatizações, extrapolavam o socorro às instituições financeiras, além de contarem com a particularidade de que o controlador alienante era um ente federativo, passar-se-á a analisar o PROER, que atendida agentes privados. O PROER foi instituído por meio da Medida Provisória nº 1.179 de 3 de novembro de 1995, convertida, após inúmeras edições, na Lei nº 9.710 de 19 de novembro de 1998, e da Resolução nº 2.208 de 3 de novembro de 1995 do Conselho Monetário Nacional, com vistas a assegurar liquidez e solvência ao Sistema Financeiro Nacional e a resguardar os interesses dos depositantes e investidores. A sua implementação ocorreu, conforme artigo 2 da Resolução nº 2.208 do Conselho Monetário Nacional, por meio de reorganizações administrativas, operacionais e societárias de instituições financeiras que resultassem na transferência do controle ou na modificação do objeto social.

Conforme Notas Técnicas do Banco Central do Brasil, o PROER foi baseado em dois princípios gerais: “a preservação da estabilidade do sistema de pagamentos, via garantia dos depósitos dos aplicadores; e a penalização das más políticas bancárias, via transferência do controle acionário das instituições socorridas pelo programa”. Para consecução do programa, as instituições em crise que ao PROER aderiram, foram divididas em duas: *good bank* (banco bom) e *bad*

agente econômico, não obstante, não corresponde à aplicação de uma penalidade de caráter jurídico”. GRAU, Eros Roberto. Elementos de direito econômico. São Paulo: RT, 1981. p. 65.

bank (banco ruim). O *good bank* era constituído pela seleção dos ativos bons da instituição problemática pelo adquirente, que assumia, em contrapartida, todos os seus depósitos. O *bad bank* era composto pelos ativos ruins remanescentes e pelas demais obrigações do banco em crise. Após a operacionalização do PROER, o banco bom era alienado a um terceiro, enquanto o banco ruim entrava em processo de liquidação extrajudicial pelo Banco Central do Brasil⁴⁴⁷.

As fusões e aquisições no âmbito do PROER somaram R\$ 20,4 bilhões, que representaram aproximadamente 2,7% do PIB médio do triênio 95-96-97, tendo sido o programa encerrado em 1997⁴⁴⁸.

Tais programas foram, portanto, pontuais e não contínuos, objetivando o saneamento do Sistema Financeiro Nacional em virtude do contexto da época. Há, contudo, mecanismos de regulação do Sistema Financeiro Nacional que são contínuos e perenes, podendo ser aplicados, casuisticamente, sempre que necessários.

Como ponto de partida, devem ser adotadas pelas instituições financeiras em crise as chamadas ferramentas de recuperação, com o objetivo de restaurar a viabilidade de suas operações, assumindo que a manutenção das atividades causaria um mal menor ao mercado, à economia nacional, às contas públicas e à sociedade num geral. Para tanto, a Resolução nº 4.502, de 30 de junho de 2016, do Conselho Monetário Nacional, previu que as instituições de maior porte elaborem um plano de recuperação que considere não só estratégias para a solução da crise, como uma governança adequada para enfrentá-la. Neste mesmo sentido, não obstante as ações tomadas de forma autônoma pela própria instituição, a Resolução nº 4.019, de 29 de setembro de 2011, autoriza o Banco Central do Brasil a determinar a adoção de medidas prudenciais preventivas, tais como a adoção de controles e procedimentos operacionais adicionais, a redução do grau de risco das exposições, a observância de valores adicionais ao PRE, a

447 MAIA, Geraldo Villar Sampaio. Reestruturação Bancária no Brasil: O caso do PROER. *Notas Técnicas do Banco Central do Brasil*, n. 38, junho/2003, pp. 1, 5 e 6.

448 MAIA, Geraldo Villar Sampaio. Reestruturação Bancária no Brasil: O caso do PROER. *Notas Técnicas do Banco Central do Brasil*, n. 38, junho/2003, pp. 7 e 6.

observância de limites operacionais mais restritivos, a recomposição de níveis de liquidez, a alienação de ativos, dentre outros.

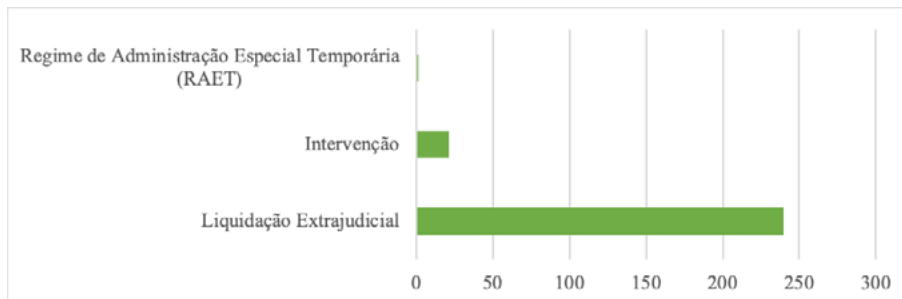
Não sendo suficientes ou bem-sucedidos os mecanismos de recuperação, passam-se aos chamados regimes de resolução. Os regimes de resolução são, essencialmente, três, apesar da divergência metodológica que se explicitará abaixo: (i) intervenção e (ii) liquidação extrajudicial, instituídos em 1974 pela Lei nº 6.024 de 13 de março de 1974; e (iii) regime de administração especial temporária (RAET), criado em 1987 pelo Decreto-Lei nº 2.321 de 25 de fevereiro de 1987.

O Banco Central do Brasil pode determinar que a instituição financeira busque uma “solução de mercado” antes da adoção de um regime de resolução. Sublinhe-se que essas “soluções de mercado” indicadas pelo Banco Central do Brasil⁴⁴⁹ nada mais são do que aquelas que no presente estudo convencionou-se como mecanismos de fusão e aquisição compulsórias.

A análise dos dados públicos no sistema do Banco Central do Brasil indica que, de 1997 até junho de 2022 houve 263 casos dos chamados “regimes especiais”, que se confundem com os regimes de resolução, por se tratarem dos mesmos institutos. Os dados levantados indicam os números à época da coleta, de forma que podem não refletir os regimes que foram aplicados anteriormente à fotografia, a exemplo de RAETs ou intervenções que foram transformadas em liquidação extrajudicial. De pronto, cabe-se notar que os regimes especiais foram divididos essencialmente em 3 para fins de identificação, com base na própria divisão divulgada publicamente pelo Banco Central do Brasil para fins metodológicos, não havendo classificação explícita das alternativas de fusão e aquisição compulsória – que, conforme exposto acima, não são tratados pelo Bacen como ferramenta de resolução, são eles: (i) regime de administração especial temporária (RAET), (ii) intervenção; e (iii) liquidação extrajudicial.

449 Disponível em : https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/conceitos_regimes_resolucao. Acesso em 22 de outubro de 2023.

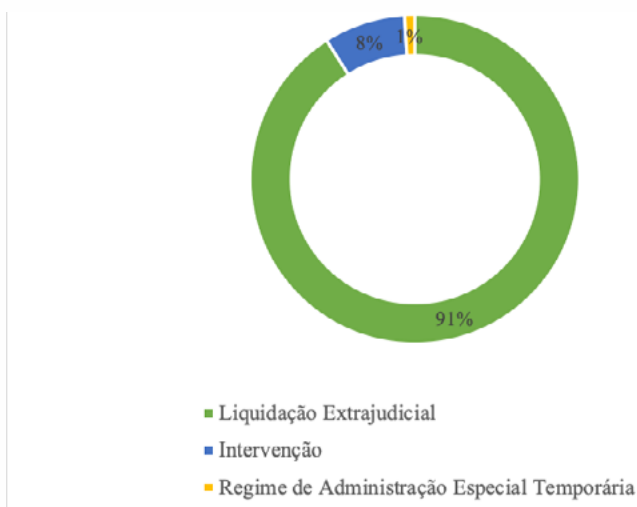
Gráfico 1 – Quantidade de regimes especiais aplicados. Data: junho/2022.



Fonte: Autor

Deste universo de 263 casos de regime especial, 91% foram solucionados por meio de liquidação extrajudicial, sendo que parte destes tiveram uma fase intermediária de RAET ou intervenção, antes que a liquidação extrajudicial fosse decretada, enquanto os demais estavam ainda sob regime de intervenção ou administração especial temporária à época do levantamento dos dados, como se depreende do gráfico abaixo:

Gráfico 2 – Porcentagem dos regimes especiais aplicados. Data: junho/2022.



Fonte: Autor

A análise objetiva e metodológica dos dados disponibilizados pelo Banco Central do Brasil permite a conclusão de que nenhum dos mecanismos de fusão e aquisição compulsória é aplicado como ferramenta de resposta às falhas de mercado, haja vista que sequer são classificados como regime de resolução forçoso, mas alternativo, não sendo sequer utilizadas de maneira metodológica pelo Banco Central do Brasil para fins de divulgação dos dados públicos. Isto é, não é prática institucional que o Banco Central do Brasil trate e aplique como regime especial de mitigação de risco sistêmico ao sistema financeiro nacional nenhuma das alternativas presentes nos artigos 5 e 6 da Lei nº 9.447 de 14 de março de 1997, quais sejam: (i) transferência do controle acionário; (ii) reorganização societária, inclusive mediante incorporação, fusão ou cisão; (iii) transferência de bens, direitos e obrigações ou de estabelecimentos; (iv) alienação ou cessão de bens e direitos a terceiros, com a assunção de obrigações por tal terceiro; e (v) constituição ou reorganização de sociedade ou sociedades para as quais sejam transferidos, no todo ou em parte, bens, direitos e obrigações da instituição sob intervenção, liquidação extrajudicial ou administração especial temporária, objetivando a continuação geral ou parcial de seu negócio ou atividade.

Ainda que tal constatação seja sintomática do fenômeno identificado pelo professor Calixto Salomão Filho como “o avesso do direito” por uma aplicação distorcida de regras previstas na legislação⁴⁵⁰, a análise fria dos dados não é suficiente para afirmar categoricamente que as fusões e aquisições não são utilizadas como ferramenta resolutiva, ou mesmo para afirmar que essa abordagem do Banco Central do Brasil é necessariamente negativa, como se verá no tópico a seguir.

450 SALOMÃO FILHO, C. *O avesso do direito empresarial*. In: Teoria crítico-estruturalista do Direito Comercial. São Paulo: Marcial Pons, 2015, p. 123- 135.

4. TRANSFERÊNCIA QUALIFICADA DE CONTROLE ACIONÁRIO: A ALTERNATIVA DO BANCO CENTRAL DO BRASIL NA JURISPRUDÊNCIA DO CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL

As operações de fusão e aquisição envolvendo instituições financeiras fazem parte do cotidiano do Sistema Financeiro Nacional, sendo atribuição do Banco Central do Brasil autorizar o fechamento destas. Há, dentre elas, aquelas que ocorrem sem o incentivo direto do Banco Central do Brasil que chamar-se-á “transferência simples”, apenas para fins de distinção daquela que o regulador classifica como qualificada. Tais transferências simples são operações *inter partes*, volitivas e fruto de decisão autônoma dos envolvidos. Não surgem a partir de uma determinação ou indução do Bacen enquanto regulador, mas de vontade das partes, a partir de uma demanda do mercado. Reconhecer essa distinção é fundamental para que se compreenda a particularidade da transferência qualificada.

Embora não haja a aplicação de um regime compulsório de fusão e aquisição de instituições financeiras, mesmo havendo previsão legal para tanto em alternativa aos regimes de resolução, como se depreendeu acima, o Banco Central do Brasil criou, ao longo dos anos, um regime especial “paralelo” – posto que não positivado – denominado “transferência qualificada” de controle acionário. Este instituto foi sedimentado e é reconhecido, inclusive, nas decisões do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, responsável por julgar os recursos interpostos contra decisões exaradas pelo Banco Central do Brasil.

A transferência qualificada, em suma, como se verá, nada mais é do que uma transferência de controle acionário de instituição financeira que, por contar com o incentivo do Banco Central do Brasil, recebe tratamento jurídico próprio e proteção da autoridade reguladora ao se constatarem os “elementos de cofatorialidade”, isto é: (i) instauração de processo administrativo após transferência do controle acionário; (ii) ausência de dolo ou má-fé na alienação do

controle visando furtar-se da sanção; e (iii) interesse específico da autoridade monetária tendo em vista a liquidez do sistema financeiro nacional. A busca pelo termo “transferência qualificada” no sistema de jurisprudências do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional⁴⁵¹ resulta em 55 apontamentos a partir de 1995. Dos 55 documentos, foram descartados 12 por não se tratar de acórdãos, analisando-se os 43 restantes. Os acórdãos objeto de estudo julgam casos concretos de operações no mercado financeiro que, durante o julgamento, mencionam a transferência qualificada de controle acionário por alguma razão especificada nos autos. Ou seja, os acórdãos não necessariamente discutem diretamente a legitimidade da transferência qualificada de controle acionário em si, mas aspectos desta que influenciam indiretamente o caso concreto.

A maioria da jurisprudência selecionada aborda a transferência qualificada do controle acionário como justificativa de limitação da responsabilidade do novo controlador frente a atos e fatos anteriores à operação de alienação do controle societário. A questão da limitação da responsabilidade do novo controlador, adquirente da sociedade-alvo ou de seus ativos remanescentes, apesar de extremamente relevante para que as fusões e aquisições sejam incentivadas neste mercado regulado, não será objeto de análise qualitativa ou quantitativa aprofundada no presente estudo, que tangenciará apenas os conceitos-chave para compreensão de quais casos são reputados como “transferência qualificada” por parte do Banco Central do Brasil. Toma-se, para o presente trabalho, a análise já desenvolvida por Luiz Alfredo Paulin que defende a relevância de se considerar a transferência acionária das instituições financeiras em cada caso isolado ao julgar eventuais irregularidades cometidas durante a gestão do antigo controlador⁴⁵².

451 <https://www.bcb.gov.br/crsfn/ementasacordaos.html>. Acesso em 1 de junho de 2022.

452 PAULIN, Luiz Alfredo. *Transferência de controle acionário de instituição financeira. Consequências quanto à aplicação de sanção por parte do Banco Central do Brasil*. São Paulo: Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem, ano 3, n. 9, Jul/Set, 2000.

O Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional consolidou o entendimento⁴⁵³ de que há extinção de punibilidade dos atos e fatos ocorridos anteriormente à transferência qualificada de controle acionário das instituições financeiras⁴⁵⁴, uma vez que a responsabilização dos novos controladores por atos e fatos anteriores à alienação do controle resultaria em desestímulo às aquisições das instituições financeiras, em especial no caso de aquisições de bancos públicos via leilão em processos de privatização⁴⁵⁵.

Como consequência prática, ainda que porventura haja previsão contratual, no contrato de compra e venda de ações celebrado entre o antigo e o novo controlador, de responsabilidade do comprador por perdas decorrentes de demandas que tenham por objeto a discussão de atos e fatos anteriores à alienação do controle acionário, o novo controlador não deve ser responsabilizado administrativamente por tais ilícitos em decorrência da extinção da punibilidade.

De pronto, faz-se necessário compreender o conceito de transferência qualificada do controle acionário consolidado pelo Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. No caso da aquisição do Banco Boavista Interatlântico S/A pelo Banco Bradesco, a transferência qualificada foi caracterizada, considerando que a “transferência do controle societário do Boavista foi aprovada pelo Banco Central do Brasil num contexto de contribuição para o fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional, à medida em que

453 Vide Acórdão CRSFN 4277/03 de 30 de julho de 2003, 227a sessão, Processo BCB 0001029303 (Caso Banco Bilbao Vizcaya Argentaria Brasil S.A.).

454 Neste sentido, vide o Acórdão CRSFN 9202/09 de 16 de novembro de 2009, 306a sessão, Processo BCB 9800858288 (Caso Banco Boavista Interatlântico S/A): “*Ainda que não com a unanimidade dos votos dos Conselheiros que o compõem, a jurisprudência deste Conselho firmou-se no sentido da extinção da punibilidade por transferência qualificada de controle*”.

455 Neste sentido, vide menção à decisão do Banco Central do Brasil no Acórdão CRSFN 9213/09 de 16 de novembro de 2009, 306a sessão, Processo BCB 0301191819 (Caso Banco Banestado S/A): “*é de se reconhecer que a aplicação de multas administrativas a bancos privatizados no âmbito do referido programa, em processos administrativos instaurados após a sua venda em leilão e versando sobre fatos irregulares ocorridos à época da administração estatal, implica em desestímulo aos potenciais adquirentes de bancos estaduais em processo de privatização*”.

o Boavista se encontrava na condição de “em evidência” perante fiscalização desta autarquia. Além disso, a aquisição do controle societário do Boavista pelo Bradesco foi reconhecida como de interesse do Governo Federal”⁴⁵⁶. Já em análise do caso da aquisição do Banco Sudameris pelo Banco América do Sul, a transferência qualificada foi identificada como “procedimento incentivado ou induzido pela autoridade bancária” e “procedimento intermediado pela autoridade bancária”, que tem por propósito “sanear a empresa e prezar pela higidez do mercado”⁴⁵⁷.

Importante destacar que, ao analisar o caso da incorporação do Banco Bozano Simonsen S.A. pelo Banco Santander S.A., o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional diferenciou a “mera transferência de controle acionário” – neste trabalho chamado de “transferência simples”, que não causa a extinção da punibilidade, das hipóteses de alteração qualificada do controle acionário, que se dão no interesse de saneamento do sistema financeiro nacional. Ainda que a incorporação não tenha ocorrido de forma intermediada pelas autoridades reguladoras, o entendimento dos julgadores foi de que a incorporação não implicaria em sucessão, salvo se existentes indícios de fraude à lei⁴⁵⁸. Note-se que, em outro julgado, o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional afastou a limitação de responsabilidade do Banco Santander (incorporadora do Banco Bozano Simonsen) e aplicou penalidade alegando que a incorporação se deu após instauração do procedimento administrativo⁴⁵⁹.

A jurisprudência administrativa bancária construiu entendimento próprio acerca da aplicação das limitações de responsabilização do novo controlador nos casos de transferência

456 Acórdão CRSFN 9202/09 de 16 de novembro de 2009, 306a sessão, Processo BCB 9800858288 (Caso Banco Boavista Interatlântico S/A).

457 Acórdão CRSFN 9901/10 de 22 de junho de 2010, 315a sessão, Processo BCB 0201154158 (Caso Banco Comercial e de Investimento Sudameris S.A.).

458 Acórdão CRSFN 8753/09 de 21 de maio de 2009, 300a sessão, Processo CVM RJ-2002-08479 (Caso Banco Bozano Simonsen S.A.).

459 Acórdão CRSFN 5280/04 de 18 de agosto de 2004, 240a sessão, Processo BCB 0001026697 (Caso Banco Bozano Simonsen S.A.).

qualificada, reconhecendo expressamente que tais limites não estão expressos na lei, mas que a interpretação extensiva da atribuição de “zelar pela liquidez e solvência das instituições financeiras”, presente no Art. 3º, inciso VI, da Lei nº 4.595/64, permitiria tal construto jurídico⁴⁶⁰.

Contudo, tal linha não é absoluta. O Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional entendeu, no caso do Banco do Estado do Amazonas S.A., que, na hipótese em que o processo administrativo já havia sido instaurado antes da transferência qualificada do controle acionário, o novo controlador deveria ter considerado, no momento da aquisição, os efeitos de eventual perda das demandas⁴⁶¹. A autoridade aborda essa mesma linha na análise do caso do Banco Bandeirantes, indicando que a constatação de transferência qualificada – para afastar a punibilidade – depende da identificação no caso dos chamados “elementos de cofatorialidade” que se caracterizam pela: (i) instauração de processo administrativo após integração econômica; (ii) ausência de dolo ou má-fé; e (iii) interesse específico da autoridade monetária tendo em vista a liquidez do sistema financeiro nacional⁴⁶².

Os casos envolvendo transferência qualificado do controle acionário de instituição financeira suscitam não apenas uma discussão acerca da limitação da responsabilidade do novo controlador, mas também acerca de potencial conflito de agência⁴⁶³ pelo papel designado pela autoridade reguladora e do acesso a e conhecimento

460 “(...) Não existe na lei bancária nem na regulamentação em vigor uma disposição expressa regulando a matéria. Observo, contudo, que a lei bancária, em seu art. 3º, VI, confere ao Conselho Monetário Nacional uma atribuição ampla de “zelar pela liquidez e solvência das instituições financeiras”, e cabe ao BACEN cumprir e fazer cumprir as disposições da referida lei e emanadas do CMN (art. 9º)”. Acórdão CRSFN 9901/10 de 22 de junho de 2010, 315ª sessão, Processo BCB 0201154158 (Caso Banco Comercial e de Investimento Sudameris S.A.).

461 Acórdão CRSFN 5221/04 de 14 de julho de 2004, 239ª sessão, Processo BCB 0001026841 (Caso Banco do Estado do Amazonas S.A.).

462 Acórdão CRSFN 4938/04 de 28 de abril de 2004, 263ª sessão, Processo BCB 0001002050 (Caso Banco Bandeirantes S.A.).

463 Sobre conflitos de agência entre controlador, minoritários e stakeholders da companhia em operações de transferência de controle, vide: KRAAKMAN, Reinier; ARMOUR, John; DAVIES, Paul; ENRIQUES, Luca; HANSMANN, Henry; HERTIG, Gerard; HOPT, Klaus; KANDA, Hideki; PARGENDLER, Mariana; RINGE, Wolf-Georg;

de informações e documentos da instituição financeira a ser adquirida, para fins de avaliação de riscos e *valuation*, uma vez que o processo de auditoria (ou *due diligence*⁴⁶⁴) nesses casos se dá de forma limitada, por envolver a intervenção e supervisão do Banco Central do Brasil enquanto ente regulador, seja em transação envolvendo agentes privados, no caso de transferência de controle de instituição financeira privada, ou em transação envolvendo diretamente uma entidade pública, no caso de leilões para privatização.

5. CONCLUSÃO

A pesquisa empírica e a análise dos dados permitem concluir que as autoridades reguladoras do sistema financeiro nacional não aplicam a alienação compulsória do controle acionário ou outros mecanismos de fusão e aquisição compulsória às instituições financeiras para mitigar os riscos sistêmicos como regime de resolução, entendendo que essas hipóteses são consideradas como soluções de mercado. Ao induzir a solução de mercado, a autoridade reguladora permite que a instituição financeira tenha uma certa autonomia para buscar e negociar com potenciais compradores, ao mesmo tempo que monitora essa transação. Nesse mesmo sentido, ao incentivar sem obrigar a transferência de controle acionário, o órgão regulador se vale majoritariamente da liquidação extrajudicial como regime de resolução final, que, frise-se, pode ou não ter sido precedido de alguma das soluções de mercado.

Ademais, ainda que a alienação compulsória do controle das instituições financeiras não tenha sido aplicada como medida final, ela foi realizada, em uma série de casos, com incentivo e supervisão do Banco Central do Brasil, por meio da chamada transferência

ROCK, Edward. *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*. Oxford: Oxford University Press, 2017, Capítulo 8.

464 Sobre processos de auditoria (ou *due diligence*) entre agentes privados, vide: “SAVARE, Matt. M&A due diligence: A primer on transactions involving private sellers, Westlaw Journal Mergers and Acquisitions 02, 30 No. 08”.

qualificada de controle acionário, que permitiu a realização de operações de fusão e aquisição de instituições financeiras por meio da limitação da responsabilidade do comprador da instituição financeira que estava sujeita a algum tipo de intervenção ou fiscalização por parte do Banco Central do Brasil, servindo tal figura ao propósito de incentivo da realização de tais operações, observando o princípio da preservação da empresa e respeitando sua função social. É notável que, ainda que a penalidade de alienação compulsória do controle exista na lei, ela não é aplicada formalmente como sanção final de perda de titularidade das ações do controle, mas como alternativa facultada pelo Banco Central do Brasil à instituição financeira em crise previamente à determinação dos regimes de resolução, estes sim, visando resolução final do problema.

Assim, foi consolidado regime próprio às transferências de controle acionário que se classificam como “qualificadas”, que encontrou proteção na jurisprudência do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, ainda que não positivado na legislação bancária.

REFERÊNCIAS

ALCHIAN, A. “Some Economics of Property Rights.” *Il Politico*, vol. 30, no. 4, Rubbettino Editore, 1965, pp. 816–829.

BARZEL, Y. *The property rights model*. Chapter 1. Economic analysis of property rights. Cambridge University Press, 1997.

BATOR, Francis M. *The Anatomy of Market Failure*. *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 72, Edição 3, 1958, p. 351-379.

BOBBIO, Norberto. *Teoria do Ordenamento Jurídico*. 10. ed. (tradução de Maria Celeste C. J. Santos). Brasília: Editora Universidade de Brasília, 1997.

CEREZETTI, S. C. N. *Aligning Corporate Governance Private Regulation with the Public Interest: “A Look at the Pitfalls of the Brazilian Take-over Private Regulation”*. *The International Lawyer*, Vol. 46, n° 4 (WINTER 2012), pp. 959-985.

----- . *Regulação do Mercado de Capitais e Desenvolvimento*, in C. Salomão Filho (coord.), *Regulação e Desenvolvimento: Novos Temas*, São Paulo, Malheiros, 2012, pp. 190-228.

COASE, R. *The Firm, the Market and the Law*. Chicago: The University of Chicago Press, 1988.

----- . *The Nature of the Firm*. *Economica*, New Series, Vol. 4, n° 16 (Nov., 1937), 386-405.

----- . *The problem of social cost*. *Journal of Law and Economics*, 3, 1-44, 1960.

COMPARATO, F. K. *A Civilização Capitalista*. 2ª ed. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 29-136.

----- . *Estado, empresa e função social*. Revista dos Tribunais. São Paulo, v. 85, n. 732, p. 38-46, out. 1996.

----- . *Função social da propriedade dos bens de produção*. In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. Ano XXV, no 63, jul/set 1986. pp.71-79.

----- . Salomão Filho, C. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*. 6ª ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2014.

DEAKIN, S.; GINDIS, D.; HODGSON, G.; KAINAN, H.; PISTOR, K. “*Legal institutionalism: Capitalism and the constitutive role of law*”, Journal of Comparative Economics, Volume 45, Issue 1, February 2017.

FONSECA, Paulo Sérgio Augusto da. A transferência do controle acionário e a jurisprudência do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, vol. 22, Out./2003, p. 78.

GRAU, Eros Roberto. *Elementos de direito econômico*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1981.

----- . *O Direito Posto e o Direito Pressuposto*. São Paulo: Malheiros, 2000.

KELSEN, H., & Loureiro, F. P. (1939). *Teoria pura do direito* (Vol. 11). Saraiva.

KRAAKMAN, Reinier; ARMOUR, John; DAVIES, Paul; ENRIQUES, Luca; HANSMANN, Henry; HERTIG, Gerard; HOPT, Klaus; KANDA, Hideki; PARGENDLER, Mariana; RINGE, Wolf-Georg; ROCK, Edward. *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*. Oxford: Oxford University Press, 2017, Capítulo 8.

LANGLOIS, R. N. *The Vanishing Hand: the Changing Dynamics of Industrial Capitalism*. Economics Working Papers, 2002.

MAIA, Geraldo Villar Sampaio. Reestruturação Bancária no Brasil: O caso do PROER. *Notas Técnicas do Banco Central do Brasil*, n. 38, junho/2003.

MARTINS, Carlos Frederico Braga; SANTOS, Rodrigo Victor dos. *Direito Concorrencial Sancionador: análise das alternativas à multa corporativa como forma de garantir o efeito dissuasório da pena*. In: ATHAYDE, Amanda; MAIOLINO, Isabela; SILVEIRA, Paulo Burnier da (Orgs). *Comércio Internacional e Concorrência: Desafios e Perspectivas Atuais - Volume II*. Brasília: Faculdade de Direito – UnB, 2019.

MÉNARD, Claude. *A new institutional approach to organization*. In: *Handbook of new institutional economics*. Springer, Berlin, Heidelberg, 2008. p. 281-318.

NORTH, D. C. *Economic Performance Through Time*. *The American Economic Review*, vol. 84, no. 3, American Economic Association, 1994, pp. 359–68, <http://www.jstor.org/stable/2118057>.

_____. *Institutions, institutional change and economic performance*. Cambridge University Press, 1990.

OLIVEIRA, R. C. de. *Definindo sanções ótimas a práticas anticompetitivas e corruptas: a punição a indivíduos por meio de mecanismos alternativos*. *Revista de Defesa da Concorrência*, Brasília, v. 8, n. 2, p. 144-163, 2020. Disponível em: <https://revista.cade.gov.br/index.php/revistade-defesadaconcorrenca/article/view/493>. Acesso em: 10 jul. 2022.

PAULIN, Luiz Alfredo. *Conceito de Intervenção e Liquidação Extrajudicial*. In: SADDI, Jairo (Org.). *Intervenção e Liquidação Extrajudicial no Sistema Financeiro Nacional – 25 Anos da Lei 6.024/74*. São Paulo: Textonovo, 1999, p. 125.

_____. *Transferência de controle acionário de instituição financeira. Consequências quanto à aplicação de sanção por parte do Banco*

Central do Brasil. São Paulo: Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem, ano 3, n. 9, Jul/Set, 2000.

PRADO, Viviane Muller; RACHMAN, Nora; COELHO, Alexandre R. *Internalização dos Padrões Regulatórios Internacionais no Brasil: o Caso IOSCO*. Revista de Direito Internacional Econômico e Tributário, v. 10, n. 2 Jul/Dez, 2015, p. 249.

SALOMÃO FILHO, C. *Monopolies and underdevelopment. From Colonial Past to Global Reality*. E. Elgar, 2015.

_____. *Regulação da Atividade Econômica (Princípios e Fundamentos jurídicos)*. Malheiros, 2008.

_____. *O avesso do direito empresarial*. In: Teoria crítico-estruturalista do Direito Comercial. São Paulo: Marcial Pons, 2015, p. 123- 135.

SAVARE, Matt. *M&A due diligence: A primer on transactions involving private sellers*, Westlaw Journal Mergers and Acquisitions 02, 30 No. 08.

UNGER, R. M. *A Reinvenção do Livre-Comércio – A Divisão do Trabalho no Mundo e o Método da Economia*. São Paulo: Editora da FGV, 2010.

_____. *Depois do Colonialismo Mental: repensar e reorganizar o Brasil*. São Paulo: Autonomia Literária, 2018.

_____. *False Necessity: Anti-necessitarian social theory in the service of radical democracy*. Verso, 2001.

_____. *Social Theory: Its Situation and its task*. Verso, 2004.

_____. *The Knowledge Economy*. New York: Verso, 2019.

----- . *The Self Awakened – Pragmatism Unbound*. Harvard University Press, 2007.

----- . *What Should Legal Analysis Become*. Verso, 1996.

WAISBERG, Ivo. *Causas da regulação diferenciada da atividade bancária*. Revista Semestral de Direito Empresarial, n. 21, p. 113-148, 2017.

WEST, Glenn D. *That Pesky Little Thing Called Fraud: An Examination of Buyers' Insistence Upon (and Sellers' Too Ready Acceptance of) Undefined "Fraud Carve-Outs" in Acquisition Agreements*. Business Lawyer, Vol. 69, No. 4, 2014.

**AS CLÁUSULAS DE DECLARAÇÕES E GARANTIAS
(*REPRESENTATIONS AND WARRANTIES*) COMO
INSTRUMENTO DE DISSEMINAÇÃO DO REPORTE
PADRONIZADO DE PRÁTICAS DE SUSTENTABILIDADE:
UMA ALTERNATIVA POSSÍVEL?**

**THE REPRESENTATIONS AND WARRANTIES AS AN
INSTRUMENT FOR INCREASING THE SUSTAINABILITY
REPORTING STANDARD: A POSSIBLE OUTCOME?**

Camila Vallim Almirall (USP, São Paulo)^{465*}

1 Introdução. 2 Métricas de sustentabilidade: padrões adotados mundialmente. 3 Metodologia. 4 Declarações e garantias de práticas anticorrupção: análise das cláusulas. 5 Conclusão. Referências.

RESUMO: O presente artigo pretende analisar a viabilidade de as declarações e garantias nas operações de M&A no Brasil – mais especificamente nos contratos de compra e venda de participações societárias – capacitarem a disseminação da adoção e do reporte padronizado de práticas de sustentabilidade pelas empresas do país. Considerando determinados modelos de contratos de compra e venda de participações societárias (notadamente, das cláusulas de declarações e garantias), inicialmente serão analisadas as cláusulas dessa natureza relacionadas às práticas anticorrupção. Passar-se-á, então, à discussão sobre a possibilidade de a prática e o uso reiterado de cláusulas dispondendo sobre a divulgação de informações da sociedade em formato de relatório de sustentabilidade internacionalmente adotado viabilizarem a popularização e a conseqüente adoção de tais reportes no mercado brasileiro, elevando, por fim, a observância de práticas sustentáveis pelas empresas brasileiras.

465 * Mestranda em Direito Comercial pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. Advogada. almirall.camila@gmail.com.

Palavras-chave: cláusulas; declarações e garantias; contrato de compra e venda de ações; contrato de compra e venda de quotas; métricas; sustentabilidade; M&A.

ABSTRACT: This article intends to analyze the feasibility of representations and warranties clauses in M&A transactions in Brazil – more specifically in share purchase agreements – enabling the dissemination of standardized reporting of sustainability practices by companies in the country. Initially, considering certain models of agreements for the purchase and sale of equity interests (specifically the representations and warranties clauses), anti-corruption representations and warranties will be analyzed. Subsequently, the study will evaluate the possibility of the practice and repeated use of clauses stating the disclosure of the company's information in the format of internationally used sustainability report to enable the spreading and consequent adoption of such reports by companies in the Brazilian market, ultimately raising the observance of sustainable practices by Brazilian companies.

Keywords: clauses; representations and warranties; stock purchase agreement; metrics; sustainability; M&A.

1. INTRODUÇÃO

Muito se tem discutido sobre a necessidade de incorporar a sustentabilidade como um pilar fundamental da atividade empresarial, por empresas de todo o mundo⁴⁶⁶. A forma e a consequente efetividade de tal incorporação é objeto de estudo de diversas instituições.

De um lado, percebe-se uma demanda cada vez maior por parte dos investidores, consumidores e da própria sociedade de que o mercado e, conseqüentemente, as empresas e entidades que dele

466 SJÅFJELL, Beate; BRUNER, Christopher M. Corporations and Sustainability. In: SJÅFJELL, Beate; BRUNER, Christopher M. **The Cambridge Handbook of Corporate Law, Corporate Governance and Sustainability**. Cambridge: Cambridge University Press, 2019. p. 7-8.

participam desenvolvam sua governança corporativa e apresentem, de maneira concreta, as práticas que têm adotado para tanto.

De outro, há uma preocupação latente em evitar que tais empresas e entidades se aproveitem de um discurso aparentemente consciente e sustentável, fazendo uso de termos como “ESG” (do inglês: *Environmental, Social, and Governance*) que, na prática, se mostra vazio e com pouco ou nenhum impacto nas esferas comuns.

Nesse contexto, uma das iniciativas que vem sendo proposta por diversas entidades, públicas e privadas, consiste na tentativa de estabelecer métricas padronizadas sobre as práticas empresariais para avaliação do real impacto das atividades desempenhadas pela instituição sob avaliação⁴⁶⁷.

Paralelamente, as operações de M&A (na tradução literal: fusões e aquisições) transnacionais desempenham um papel notório na disseminação de práticas corporativas ao redor do mundo, que é perceptível, no Brasil, nas próprias estruturas contratuais adotadas pelas partes envolvidas em tais operações. As próprias cláusulas de declarações e garantias são um exemplo de tal prática⁴⁶⁸.

Seria, então, possível que a inclusão de cláusula de declaração e garantia especificamente dispondo sobre o reporte padronizado de práticas de sustentabilidade da sociedade cuja participação societária esteja sendo negociada capacitasse a difusão no mercado da adoção de tais práticas (avaliadas por meio de relatórios padronizados)?

467 WORLD ECONOMIC FORUM. Committed to Improving the State of the World. **Measuring Stakeholder Capitalism: Towards Common Metrics and Consistent Reporting of Sustainable Value Creation.** World Economic Forum. 2020. Disponível em: https://www3.weforum.org/docs/WEF_IBC_Measuring_Stakeholder_Capitalism_Report_2020.pdf. Acesso em: 28 mai. 2023.

468 PARGENDLER, Mariana; GOUVÊA, Carlos Portugal. As diferenças entre declarações e garantias e os efeitos do conhecimento. *In: GOUVÊA, Carlos Portugal et al. Fusões e aquisições: pareceres.* São Paulo: Almedina, 2022.. p. 284-287.

2. MÉTRICAS DE SUSTENTABILIDADE: PADRÕES ADOTADOS MUNDIALMENTE

Existem diversas iniciativas ao redor do mundo voltadas à padronização do reporte das práticas de sustentabilidade das empresas, como forma de guiar as decisões de investimento e manter os investidores informados das condutas adotadas por tais empresas.

Tais iniciativas foram exploradas e ganharam relevância no seguinte contexto: empresas ao redor do mundo já vinham reportando informações não-financeiras (de sustentabilidade) de forma desordenada e pouco aprofundável desde os anos 1980. Em meados dos anos 1990, observou-se a evolução para uma estrutura de governança com três importantes pilares: i. códigos privados, estabelecendo diretrizes para o reporte de informações financeiras (tais quais métricas de sustentabilidade), ii. aumento da intervenção governamental, e iii. pressão indireta para um reporte mais extenso e ordenado das matrizes de risco ambientais e éticas, acompanhada de atualizações no ramo do direito societário⁴⁶⁹.

Com relação às iniciativas voltadas à criação de tais códigos privados, pode-se mencionar (i) o Global Reporting Initiative, organização internacional independente que fornece uma linguagem global comum para que empresas comuniquem os impactos que causam e é atualmente o padrão mais utilizado no mundo para relatórios de sustentabilidade⁴⁷⁰; (ii) o International Sustainability Standards Board (ISSB), criado em novembro de 2021 pela IFRS Foundation, com o intuito de “fornecer um guia abrangente de padrões de divulgação relacionados à sustentabilidade que forneçam aos investidores e outros participantes do mercado de capitais informações sobre os

469 PEREZ, Oren. The New Universe of Green Finance: From self-regulation to multi-polar governance. In: DILLING, Olaf; HERBERG, Martin; WINTER, Gerd. (ed.). **Responsible Business: Self-Governance and law in transnational economic transactions**. London: Hart Publishing, 2008. p. 151-180.

470 CONSOLIDATED Set of the GRI Standards. **Global Reporting Initiative**, [S. L.], [2022]. Disponível em: <https://www.globalreporting.org/how-to-use-the-gri-standards/gri-standards-english-language/>. Acesso em: 27 mai. 2023.

riscos e oportunidades relacionados à sustentabilidade das empresas, para ajudá-los a tomar decisões informadas”⁴⁷¹; (IFRS, 2021); e (iii) a Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD)⁴⁷², criada pelo Financial Stability Board com o objetivo de “melhorar e aumentar o reporte de informações financeiras relacionadas a questões climáticas”⁴⁷³.

Posteriormente ao desenvolvimento de métricas por diferentes entidades ao redor do mundo, muitas dessas entidades, em conjunto com diversas empresas transnacionais, têm unido esforços, desde 2020, em um projeto liderado pelo World Economic Forum cujo objetivo é a definição de um único conjunto de métricas para a criação sustentável de valores⁴⁷⁴, intitulado Stakeholder Capitalism Metrics.

Tais padronizações de reporte se mostram valiosas não só ao se analisar a demanda cada vez maior por parte dos investidores, institucionais ou não, de informações objetivas, mas também ao se transformarem num arcabouço técnico que tem chamado a atenção e servido de inspiração e referência aos reguladores internacionais e nacionais no momento em que discutem possíveis regulamentações nesse sentido.

Um bom exemplo deste efeito é a atualização trazida pela Resolução CVM nº 59/2021. Com a sua promulgação, as sociedades

471 . IFRS Foundation: constitution. International Financial Reporting Standards, London, p. 2-25, Nov. 2021. Disponível em: <https://www.ifrs.org/content/dam/ifrs/about-us/legal-and-governance/constitution-docs/ifrs-foundation-constitution-2021.pdf>. Acesso em: 27 mai. 2023.

472 RECOMMENDATIONS of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures. **Task Force on Climate-related Financial Disclosures**, Switzerland, 2017. Disponível em: <https://assets.bbhub.io/company/sites/60/2021/10/FINAL-2017-TCFD-Report.pdf>. Acesso em: 27 mai. 2023.

473 . RECOMMENDATIONS of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures. **Task Force on Climate-related Financial Disclosures**, Switzerland, 2017. Disponível em: <https://assets.bbhub.io/company/sites/60/2021/10/FINAL-2017-TCFD-Report.pdf>. Acesso em: 27 mai. 2023.

474 WORLD ECONOMIC FORUM. Committed to Improving the State of the World. **Measuring Stakeholder Capitalism: Towards Common Metrics and Consistent Reporting of Sustainable Value Creation**. World Economic Forum. 2020. Disponível em: https://www3.weforum.org/docs/WEF_IBC_Measuring_Stakeholder_Capitalism_Report_2020.pdf. Acesso em: 28 mai. 2023.

reguladas pela Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) deverão indicar se, com relação a informações ambientais, sociais e de governança corporativa (ASG), o formato de divulgação dos dados ao mercado atende às recomendações da TCFD⁴⁷⁵.

3. METODOLOGIA

A amostra de pesquisas comparativas sobre cláusulas de declarações e garantias e, de maneira geral, sobre contratos de compra e venda de participações societárias no Brasil se mostra prejudicada em função das obrigações de confidencialidade assumidas pelas partes envolvidas em tais operações, que são muito comuns a estes contratos. Outro fator que traz dificuldade às pesquisas da prática contratual é a crescente opção pelas partes do mercado de operações de M&A pela adoção da arbitragem como método de resolução de conflitos que, no fim do dia, também mantém o conteúdo das decisões restrito às partes envolvidas.

Diante de tais dificuldades e considerando o objetivo de avaliar a experiência brasileira com relação às cláusulas de declarações e garantias e um de seus possíveis alcances, o presente trabalho analisou os processos de Oferta Pública de Aquisição de Ações registrados na CVM, por meio do sistema de pesquisa disponível em: <https://sistemas.cvm.gov.br/>, nos últimos 7 anos (de 2015 a 2022).

Durante tal período, foram registradas 65 ofertas públicas de aquisição de ações, muito embora somente 2 destas ofertas⁴⁷⁶ tenham

475 BRASIL. **Resolução CVM nº 59**, de 22 dezembro de 2021. Altera a Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009, e a Instrução CVM nº 481, de 17 de dezembro de 2009. Rio de Janeiro, RJ. Disponível em: <<https://www.in.gov.br/en/web/dou/-/resolucao-cvm-n-59-de-22-de-dezembro-de-2021-369780708>>. Acesso em: 06 de junho de 2023.

476 SÃO PAULO (Cidade). **Contrato de compra e venda de ações celebrado em 26 de abril de 2018 por e entre Itaúsa – Investimentos Itaú S.A., na qualidade de Vendedora, e Kilimanjaro Brasil Partners I B – Fundo de Investimento em Participações Multiestratégia Investimento no Exterior, na qualidade de Compradora, e Elekeiroz S.A., na qualidade de parte interveniente**. Disponível em: https://sistemas.cvm.gov.br/dados/LaudEditOpa/RJ-2018-04437/20180807_Contrato_de_Compra_e_Venda_de_A%C3%A7%C3%B5es.pdf. Acesso em: 28 mai. 2023. e SÃO PAULO (Cidade). **Contrato de compra de ações celebrado em 27 de janeiro de**

apresentado, como parte do conjunto de documentos que instrui o respectivo processo, os contratos de compra e venda de ações que ensejaram a oferta pública, nos termos do artigo 254-A da Lei Federal nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 conforme alterada (“LSA”).

Ainda que a experiência brasileira esbarre na dificuldade de amostragem ora relatada, o uso dos contratos de compra e venda de participações societárias no formato anglo-saxão – que inclui as referidas cláusulas de declarações e garantias⁴⁷⁷ – é, naturalmente, tão difundido nos Estados Unidos, que a própria American Bar Association organizou e disponibiliza um formato padrão para os chamados *stock purchase agreements*⁴⁷⁸.

Diante disso e, para que a amostra de pesquisa seja mais abrangente, o presente estudo analisará as disposições do modelo da *American Bar Association* em conjunto com os contratos identificados no site da CVM.

Apesar de contar com amostra reduzida, o presente estudo avaliará as semelhanças guardadas entre as redações das cláusulas de declarações e garantias relacionadas às práticas anticorrupção para, então, desenvolver a hipótese proposta.

2014 por e entre Fundo de Investimento em Participações Latin America, Fundo de Investimento em Participações Brasil Equity II, Investidores Institucionais II - Fundo de Investimento em Participações, Boreal Fundo de Investimento em Participações, Fundo de Investimento em Participações GGPARG, Fundo de Investimento em Participações Volluto, Fundo de Investimento em Participações C.A., Boreal Ações III Fundo de Investimento em Ações, Banco Espírito Santo S.A., e Espírito Santo Capital – Sociedade de Capital de Risco S.A., na qualidade de Vendedores, PGI Polímeros do Brasil S.A, na qualidade de Compradora, Polymer Group, Inc., na qualidade de Garantidora, e Companhia Providência Indústria e Comércio, na qualidade de Interviente Anuente. Disponível em: [https://sistemas.cvm.gov.br/dados/LaudEditOpa/RJ-2014-07376/20140620_Contrato_de_Compra_e_Venda_de_A%C3%A7%C3%B5es_\(SPA\).pdf](https://sistemas.cvm.gov.br/dados/LaudEditOpa/RJ-2014-07376/20140620_Contrato_de_Compra_e_Venda_de_A%C3%A7%C3%B5es_(SPA).pdf). Acesso em: 22 mai. 2023.

477 FORGIONI, Paula Andrea. Apontamentos sobre a natureza Jurídica e a função econômica das cláusulas de declarações e garantias. *In: GOUVÊA, Carlos Portugal et al. Fusões e aquisições: pareceres.* São Paulo: Almedina, 2022. p. 336-339.

478 AMERICAN BAR ASSOCIATION COMMITTEE ON MERGERS AND ACQUISITIONS. **Model stock purchase agreement with commentary.** 2nd ed. [S. l.]: ABA Business Law Section, 2010.

4. DECLARAÇÕES E GARANTIAS DE PRÁTICAS ANTICORRUPÇÃO: ANÁLISE DAS CLÁUSULAS

A escolha da análise das cláusulas relacionadas especificamente às práticas anticorrupção decorre de uma conclusão de cunho evolutivo: conquanto as cláusulas remetam à atual legislação aplicável sobre a matéria⁴⁷⁹ e, por consequência, a obrigações legais dos vendedores e da sociedade em questão, as boas práticas em matéria anticorrupção antecedem as proposições e penalidades previstas na legislação brasileira.

Em outras palavras: ainda que tais obrigações não estivessem positivadas e legalmente impostas às sociedades do mercado, a expectativa de que tais sociedades adotassem tais práticas ao desenvolver suas atividades seria suficiente para que as partes envolvidas no processo de negociação da compra e venda de participação societária – no caso, os compradores – passassem a exigir e a incorporar tais declarações nos modelos frequentemente utilizados de contratos de compra e venda de participações societárias.

Com base no ora proposto, passar-se-á à análise das cláusulas de declarações e garantias sobre práticas anticorrupção identificadas nos contratos de compra e venda de participações societárias relacionados.

A primeira cláusula analisada pertence ao Contrato de Compra e Venda de Ações da Elekeiroz S.A.⁴⁸⁰::

8.1.25. Certas Práticas. A Sociedade e as Subsidiárias, bem como seus respectivos diretores, conselheiros, gerentes, empregados, consultores, representantes,

479 Notadamente, as disposições da Lei Federal N° 12.846, de 1 de agosto de 2013.

480 SÃO PAULO (Cidade). **Contrato de compra e venda de ações celebrado em 26 de abril de 2018 por e entre Itaúsa – Investimentos Itaú S.A., na qualidade de Vendedora, e Kilimanjaro Brasil Partners I B – Fundo de Investimento em Participações Multiestratégia Investimento no Exterior, na qualidade de Compradora, e Elekeiroz S.A., na qualidade de parte interveniente.** Disponível em: https://sistemas.cvm.gov.br/dados/LaudEditOpa/RJ-2018-04437/20180807_Contrato_de_Compra_e_Venda_de_A%C3%A7%C3%B5es.pdf. Acesso em: 28 mai. 2023.

agentes ou afiliados ou outras Pessoas agindo em nome da Sociedade e/ou das Subsidiárias, diretamente ou indiretamente por um terceiro intermediário em tempo algum: (1) pagou, ofereceu, deu, prometeu pagar ou autorizou ou causou o pagamento de qualquer dinheiro ou de qualquer item de valor, incluindo quaisquer honorários, presentes, despesas de viagem, lazer ou doações a funcionários públicos ou a um conselheiro, diretor ou empregado de qualquer Autoridade Governamental, qualquer diretor ou empregado de uma organização internacional pública, qualquer Pessoa agindo em capacidade oficial para ou em nome de qualquer Autoridade Governamental ou organização internacional pública, qualquer partido político; qualquer candidato a cargo político; ou qualquer Pessoa, por sugestão, solicitação, determinação ou para o benefício de qualquer das pessoas acima descritas em descumprimento da Lei Aplicável; (2) cometeu algum ato que resultaria em violação por essas Pessoas de (a) a Lei Federal nº 12.846, de 1 de agosto de 2013; ou (b) qualquer outra lei de combate ao suborno/corrupção promulgada por qualquer Autoridade Governamental (itens (a) e (b), conjuntamente, “Leis de Combate à Corrupção”). Os negócios e outras atividades da Sociedade e de cada Subsidiária foram conduzidos em conformidade com todas as Leis de Combate à Corrupção aplicáveis, e a Sociedade e as Subsidiárias instituíram e mantêm políticas e procedimentos designados para garantir, as quais são razoavelmente esperadas continuar a garantir, seu cumprimento contínuo.” (grifo nosso)

A segunda cláusula analisada pertence ao Contrato de Compra de Ações da Companhia Providência Indústria e Comércio⁴⁸¹:

481 SÃO PAULO (Cidade). **Contrato de compra de ações celebrado em 27 de janeiro de 2014 por e entre Fundo de Investimento em Participações Latin America, Fundo de Investimento em Participações Brasil Equity II, Investidores Institucionais II - Fundo de Investimento em Participações, Boreal Fundo de Investimento**

8.25 Determinadas Práticas. Nenhum dos Vendedores (nem, no conhecimento de cada Vendedor, quaisquer dos seus representantes, diretores, conselheiros, funcionários ou agentes) nem, no conhecimento de cada Vendedor, a Companhia, as Subsidiárias ou quaisquer das suas respectivas Afiladas (nem quaisquer dos seus representantes, diretores, conselheiros, funcionários ou agentes), com relação aos negócios da Companhia ou das Subsidiárias: ofereceu, prometeu ou autorizou o pagamento de qualquer quantia monetária ou qualquer coisa de valor a um Oficial Governamental ou qualquer funcionário ou representante de qualquer contraparte do setor privado para fins de (i) influenciar qualquer ato, decisão ou omissão por um Oficial Governamental ou funcionário ou representante de qualquer contraparte do setor privado, na sua qualidade de oficial ou empregado/parte relacionada; ou (ii) induzir esse Oficial Governamental ou funcionário ou representante de contraparte do setor privado a atuar de uma forma contrária aos seus deveres legais, ou para utilizar a sua influência como um Oficial Governamental ou contraparte do setor privado para afetar qualquer ato ou decisão de uma Autoridade Governamental ou contraparte do setor privado; em todos os casos dos itens acima, para fins de (x) auxiliar a Companhia ou as Subsidiárias ou os Vendedores ou quaisquer das suas Afiladas ou qualquer outra Pessoa, conforme possa ser o caso, na obtenção ou contratação de um negócio ou vantagem comercial pura, ou na direção de negócios

em Participações, Fundo de Investimento em Participações GGPARG, Fundo de Investimento em Participações Volluto, Fundo de Investimento em Participações C.A., Boreal Ações III Fundo de Investimento em Ações, Banco Espírito Santo S.A., e Espírito Santo Capital – Sociedade de Capital de Risco S.A., na qualidade de Vendedores, PGI Polímeros do Brasil S.A, na qualidade de Compradora, Polymer Group, Inc., na qualidade de Garantidora, e Companhia Providência Indústria e Comércio, na qualidade de Interveniente Anuente. Disponível em: [https://sistemas.cvm.gov.br/dados/LaudEditOpa/RJ-2014-07376/20140620_Contrato_de_Compra_e_Venda_de_A%C3%A7%C3%B5es_\(SPA\).pdf](https://sistemas.cvm.gov.br/dados/LaudEditOpa/RJ-2014-07376/20140620_Contrato_de_Compra_e_Venda_de_A%C3%A7%C3%B5es_(SPA).pdf). Acesso em: 22 mai. 2023.

ou de uma vantagem comercial para a Companhia ou as Subsidiárias ou os Vendedores ou quaisquer das suas Afiliadas ou qualquer outra Pessoa, de qualquer forma não permitida pela Lei, ou (y) garantindo qualquer vantagem imprópria para a Companhia ou as Subsidiárias ou os Vendedores ou quaisquer das suas Afiliadas ou qualquer outra Pessoa.”(grifo nosso).

A terceira, e última, cláusula analisada pertence ao modelo de contrato de compra e venda de participação societária disponibilizado pela *American Bar Association (Model Stock Purchase Agreement)*⁴⁸²:

3.23 COMPLIANCE WITH THE FOREIGN CORRUPT PRACTICES ACT AND EXPORT CONTROL AND ANTIBOYCOTT LAWS

No Acquired Company and no Representative of any Acquired Company in its capacity as such has violated the Foreign Corrupt Practices Act or the anticorruption laws of any jurisdiction where the Company does business. Each Acquired Company has at all times complied with all Legal Requirements relating to export control and trade sanctions or embargoes. No Acquired Company has violated the antiboycott prohibitions contained in 50 U.S.C. Sections 2401 et seq. or taken any action that can be penalized under Section 999 of the Code.” (grifo nosso).

Como se vê, apesar de as disposições logicamente contarem com construções gramaticais diferentes, os princípios e os próprios objetos das declarações muito se assemelham: descrever as condutas reprováveis em matéria anticorrupção e vincular a sociedade, os vendedores e os representantes da sociedade, a depender de cada caso e dos termos negociados, a tal declaração.

482 AMERICAN BAR ASSOCIATION COMMITTEE ON MERGERS AND ACQUISITIONS. **Model stock purchase agreement with commentary**. 2nd ed. [S. 1.]: ABA Business Law Section, 2010.

É bem verdade que a cláusula do *Model Stock Purchase Agreement*, da *American Bar Association*, se preocupa em limitar a declaração aos dispositivos legais aplicáveis à sociedade cuja participação será vendida, sem discorrer de forma minuciosa sobre as condutas que não devem ser praticadas. De todo modo, é possível depreender que, no Brasil, as cláusulas tendem a ser mais detalhadas e a incluir a descrição do que seria a conduta esperada da sociedade, dos vendedores ou dos representantes da sociedade, conforme o caso, com relação ao objeto da declaração.

CONCLUSÃO

Considerando o poder que os contratos de compra e venda de participação societária têm e a forma com que as minutas discutidas se disseminam entre os escritórios e até entre diversas jurisdições participantes de operações transnacionais, supõe-se que a adoção de cláusula de declaração e garantia relacionado às práticas de sustentabilidade poderia se mostrar como um forte incentivo para que as sociedades implementassem um reporte padronizado de tais práticas em suas rotinas usuais.

Assim como as cláusulas de declarações e garantias contidas em contratos de compra e venda de participação societária foram disseminadas pelo mundo através da integração econômica global e do uso reiterado de tais minutas, as práticas de sustentabilidade se encontram em voga de forma progressiva e compõem a lista de demanda dos investidores (atores chaves em operações de compra e venda de participações societárias) ao redor do mundo, como requisito cada vez mais indispensável.

Independente de regulamentação determinando o reporte das práticas de sustentabilidade de maneira padronizada por parte das empresas (conforme se depreende das atividades e regulamentações

de órgãos reguladores⁴⁸³), e com o intuito de acelerar a incorporação de tais condutas pelo mercado como um todo, as cláusulas de declarações e garantias sobre as práticas de sustentabilidade podem (e devem) funcionar como um importante propulsor do desenvolvimento econômico sustentável no Brasil.

Assim, propõe-se abaixo um modelo de cláusula de declaração e garantia relacionado às práticas de sustentabilidade que poderia ser incorporado em contratos de compra e venda de participação societária com o objetivo de respaldar e proteger o potencial comprador da operação quanto às condutas adotadas pela respectiva sociedade que guardem relação com o tema:

Sustentabilidade. A Sociedade observa e adota boas práticas de sustentabilidade. A Sociedade elabora e disponibiliza aos sócios [anualmente] relatório descrevendo suas atividades concernentes a práticas de sustentabilidade, na forma do Anexo [•] e em conformidade com o [padrão internacionalmente aceito] disponibilizado pela [Task Force on Climate-related Financial Disclosures].

483 BRASIL. **Resolução CVM Nº 59**, de 22 dezembro de 2021. Altera a Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009, e a Instrução CVM nº 481, de 17 de dezembro de 2009. Rio de Janeiro, RJ. Disponível em: <<https://www.in.gov.br/en/web/dou/-/resolucao-cvm-n-59-de-22-de-dezembro-de-2021-369780708>>. Acesso em: 06 de junho de 2023.

REFERÊNCIAS

AMERICAN BAR ASSOCIATION COMMITTEE ON MERGERS AND ACQUISITIONS. Model stock purchase agreement with commentary. 2nd ed. [S. l.]: ABA Business Law Section, 2010.

BRASIL. Ministério da Economia. Comissão de Valores Mobiliário. **Resolução CVM nº 59, de 22 dezembro de 2021**. Altera a instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009, e a instrução CVM nº 481, de 17 de dezembro de 2009. Brasília, DF, [2021]. Disponível em: <https://www.in.gov.br/en/web/dou/-/resolucao-cvm-n-59-de-22-de-dezembro-de-2021-369780708>. Acesso em: 6 jun. 2023.

BRASIL. **Lei nº 12.846 de 1 de agosto de 2013**. Dispõe sobre a responsabilização administrativa e civil de pessoas jurídicas pela prática de atos contra a administração pública, nacional ou estrangeira, e dá outras providências. Brasília, DF, Presidência da República, [2013]. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2013/lei/112846.htm. Acesso em: 6 jun. 2023.

BRASIL. Ministério da Fazenda. **Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as sociedades por ações. Brasília, DF: Presidência da República, [1976]. Disponível em: <https://legislacao.presidencia.gov.br/atos/?tipo=LEI&numero=6404&ano=1976&ato=a97UTUq50M-nRVTa8d>. Acesso em: 6 jun. 2023.

CONSOLIDATED Set of the GRI Standards. **Global Reporting Initiative**, [S. l.], [2022]. Disponível em: <https://www.globalreporting.org/how-to-use-the-gri-standards/gri-standards-english-language/>. Acesso em: 27 mai. 2023.

FORGIONI, Paula Andrea. Apontamentos sobre a natureza Jurídica e a função econômica das cláusulas de declarações e garantias. In: GOUVÊA, Carlos Portugal *et al.* **Fusões e aquisições**: pareceres. São Paulo: Almedina, 2022. p. 336-339.

IFRS Foundation: constitution. International Financial Reporting Standards, London, p. 2-25, Nov. 2021. Disponível em: <https://www.ifrs.org/content/dam/ifrs/about-us/legal-and-governance/constitution-docs/ifrs-foundation-constitution-2021.pdf>. Acesso em: 27 mai. 2023.

RECOMMENDATIONS of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures. **Task Force on Climate-related Financial Disclosures**, Switzerland, 2017. Disponível em: <https://assets.bbhub.io/company/sites/60/2021/10/FINAL-2017-TCFD-Report.pdf>. Acesso em: 27 mai. 2023.

SJÅFJELL, Beate; BRUNER, Christopher M. Corporations and Sustainability. In: SJÅFJELL, Beate; BRUNER, Christopher M. **The Cambridge Handbook of Corporate Law, Corporate Governance and Sustainability**. Cambridge: Cambridge University Press, 2019. p. 3-12.

PARGENDLER, Mariana; GOUVÊA, Carlos Portugal. As diferenças entre declarações e garantias e os efeitos do conhecimento. In: GOUVÊA, Carlos Portugal *et al.* **Fusões e aquisições: pareceres**. São Paulo: Almedina, 2022. p. 277-316.

PEREZ, Oren. The New Universe of Green Finance: From self-regulation to multi-polar governance. In: DILLING, Olaf; HERBERG, Martin; WINTER, Gerd. (ed.). **Responsible Business: Self-Governance and law in transnational economic transactions**. London: Hart Publishing, 2008. p. 151-180.

SÃO PAULO (Cidade). **Contrato de compra e venda de ações celebrado em 26 de abril de 2018 por e entre Itaúsa – Investimentos Itaú S.A., na qualidade de Vendedora, e Kilimanjaro Brasil Partners I B – Fundo de Investimento em Participações Multiestratégia Investimento no Exterior, na qualidade de Compradora, e Elekeiroz S.A., na qualidade de parte interveniente**. Disponível em: <https://sistemas.cvm.gov.br/dados/LaudEditOpa/>

RJ-2018-04437/20180807_Contrato_de_Compra_e_Venda_de_A%-C3%A7%C3%B5es.pdf. Acesso em: 28 mai. 2023.

SÃO PAULO (Cidade). **Contrato de compra de ações celebrado em 27 de janeiro de 2014 por e entre Fundo de Investimento em Participações Latin America, Fundo de Investimento em Participações Brasil Equity II, Investidores Institucionais II - Fundo de Investimento em Participações, Boreal Fundo de Investimento em Participações, Fundo de Investimento em Participações GGPAR, Fundo de Investimento em Participações Volluto, Fundo de Investimento em Participações C.A., Boreal Ações III Fundo de Investimento em Ações, Banco Espírito Santo S.A., e Espírito Santo Capital – Sociedade de Capital de Risco S.A., na qualidade de Vendedores, PGI Polímeros do Brasil S.A, na qualidade de Compradora, Polymer Group, Inc., na qualidade de Garantidora, e Companhia Providência Indústria e Comércio, na qualidade de Interveniente Anuente.** Disponível em: [https://sistemas.cvm.gov.br/dados/LaudEditOpa/RJ-2014-07376/20140620_Contrato_de_Compra_e_Venda_de_A%C3%A7%C3%B5es_\(SPA\).pdf](https://sistemas.cvm.gov.br/dados/LaudEditOpa/RJ-2014-07376/20140620_Contrato_de_Compra_e_Venda_de_A%C3%A7%C3%B5es_(SPA).pdf). Acesso em: 22 mai. 2023.

WORLD ECONOMIC FORUM. Committed to Improving the State of the Word. **Measuring Stakeholder Capitalism: Towards Common Metrics and Consistent Reporting of Sustainable Value Creation.** World Economic Forum. 2020. Disponível em: https://www3.weforum.org/docs/WEF_IBC_Measuring_Stakeholder_Capitalism_Report_2020.pdf. Acesso em: 28 mai. 2023.

APÊNDICE A -

Companhias que registraram ofertas públicas de aquisição de ações entre 2015 e 2022, de acordo com os dados da Comissão de Valores Mobiliários (CVM)

2015

GTD PARTICIPACOES SA
COMPANHIA PROVIDÊNCIA INDÚSTRIA E COMÉRCIO
CIA CACIQUE CAFE SOLUVEL
BHG S.A. - BRAZIL HOSPITALITY GROUP
BANCO INDUSTRIAL E COMERCIAL S/A
INDÚSTRIA VEROLME S.A. - IVESA
SOUZA CRUZ SA
SOMOS EDUCAÇÃO S.A.
ATOM PARTICIPAÇÕES S.A - EM RECUPERAÇÃO JUDICIAL
REDENTOR ENERGIA S/A

2016

ARTERIS S.A.
COMPANHIA CELG DE PARTICIPAÇÕES
BANCO DAYCOVAL S.A.
IGUACU CELULOSE PAPEL SA
VIGOR ALIMENTOS S.A.
TEMPO PARTICIPAÇÕES S/A
TEREOS INTERNACIONAL S/A
ALPARGATAS SA
WEMBLEY SOCIEDADE ANÔNIMA
ÉVORA S.A.
BANCO SOFISA SA
TEC TOY S/A
BRASMOTOR SA
WHIRLPOOL S.A

2017

UNIPAR CARBOCLORO S.A.
BANCO INDUSVAL S.A.
PARANA BANCO S.A.
JEREISSATI TELECOM S/A
DUKE ENERGY INT, GERAÇÃO PARANAPANEMA SA
CPFL ENERGIA SA
GERDAU S.A.
AFLUENTE GERAÇÃO DE ENERGIA ELÉTRICA S.A.
IND AZULEJOS BAHIA AS

2018

PRUMO LOGÍSTICA S.A.
CPFL ENERGIAS RENOVÁVEIS S.A.
ALPARGATAS SA
INVESTCO S/A
MAGNESITA REFRATARIOS S.A.
SPRINGER SA
AES ELPA SA
TÊXTIL RENAUXVIEW S/A
CREMER AS

2019

TEC TOY S/A
LOJAS HERING SA
MULTIPLUS SA
SOMOS EDUCAÇÃO S.A.
SPRINGER SA
CESP - COMPANHIA ENERGÉTICA DE SÃO PAULO
TARPON INVESTIMENTOS S/A
ELETROPAULO METROPOLITANA EL.S. PAULO S.A

2020

ELEKEIROZ S/A

NADIR FIGUEIREDO IND E COM SA
CPFL ENERGIAS RENOVÁVEIS S.A.

2021

MONTEIRO ARANHA SA
MINUPAR PARTICIPAÇÕES SA
REDE ENERGIA PARTICIPAÇÕES S.A.
PARTICIPAÇÕES INDUST. DO NORDESTE S.A.
EMP.NAC. DE COMÉRCIO, CRÉDITO E PART. S.A. - ENCORPAR
CIA ESTADUAL DE DISTRIBUIÇÃO DE ENERGIA ELÉTRICA

2022

TRONOX PIGMENTOS DO BRASIL S.A.
CIA ESTADUAL DE GERAÇÃO E TRANSMISSÃO DE ENERGIA
ELÉTRICA
CIA ENERGÉTICA DE PERNAMBUCO - CELPE
GETNET ADQUIRÊNCIA E SERVIÇOS PARA MEIOS DE
PAGAMENTO S.A.
FINANSINOS S/A-CRÉDITO, FINAN. E INVEST.
CIA ESTADUAL DE GERAÇÃO E TRANSMISSÃO DE ENERGIA
ELÉTRICA

SPECIAL PURPOSE ACQUISITION COMPANY (SPAC): ORIGEM, PRINCIPAIS CONTROVÉRSIAS E PERSPECTIVAS DE REGULAÇÃO NO BRASIL

Manoela Bruno Morales Naquis (FGV, São Paulo)

RESUMO

A *Special Purpose Acquisition Company* (SPAC) surgiu nos Estados Unidos da América em 1980, por meio de suas predecessoras, as *blank check companies* (companhias em branco). Ainda que tal instituto não seja novidade no cenário internacional, dados revelam que, no ano de 2021, foram listadas 613 novas SPACs, totalizando um montante de US\$162,504 bilhões⁴⁸⁴. Tamanha popularidade impulsionou a chegada da discussão ao Brasil, que usualmente alinha-se às movimentações do mercado de capitais norte-americano. O objeto do presente artigo é a sistematização das discussões e controvérsias jurídicas envolvendo as SPACs nos Estados Unidos, para posteriormente analisar as perspectivas de regulação no Brasil. Visando atingir este objetivo, a pesquisa abarcou: (i) a reconstrução do histórico das SPACs; (ii) a compreensão do funcionamento do instituto; (iii) o mapeamento e organização das principais controvérsias jurídicas apontadas pela literatura; e (iv) a análise das perspectivas de regulação no Brasil. Em conclusão, nota-se a existência de diversas controvérsias sobre o instituto, principalmente com relação aos conflitos de interesses, responsabilização de seus agentes, prejuízos enfrentados pelos investidores de varejo e mitos que são propagados pelo mercado, porém, não se verificam na prática. Paralelamente, nota-se a queda das SPACs no ano de 2022, que apesar de ainda não permitir uma resposta definitiva sobre o que a impulsionou, suscita reflexões a respeito do papel da regulamentação e sua capacidade de estimular ou coibir as movimentações de mercado.

484 SPAC Analytics. *SPAC Data*. Disponível em: <https://spacdata.com/index.php?lang=1&link=home>. Acesso em: 07.11.2022.

Palavras-Chave: SPAC. Fusões e Aquisições. Mercado de Capitais. Regulação. Controvérsias Jurídicas. Revisão Literária.

SPECIAL PURPOSE ACQUISITION COMPANY (SPAC): ORIGIN, MAIN CONTROVERSIES AND PERSPECTIVES FOR REGULATION IN BRAZIL

ABSTRACT

The Special Purpose Acquisition Company (SPAC) emerged in the United States of America in 1980, through its predecessors, the blank check companies. Although this institute is not new on the international scene, data reveal that, in 2021, 613 new SPACs were listed, totaling an amount of US\$162.504 billion. Such popularity boosted the discussion's arrival in Brazil, which is usually aligned with the movements of the North American capital market. The object of this article is to systematize the discussions and legal controversies involving SPACs in the United States, and then analyze the prospects for regulation in Brazil. In order to achieve this objective, the research included: (i) a reconstruction of the history of SPACs; (ii) an understanding of how the institute works; (iii) the mapping and organization of the main legal controversies pointed out in the literature; and (iv) an analysis of the prospects for regulation in Brazil. In conclusion, it is possible to note the existence of several controversies about the institute, especially with regard to conflicts of interest, liability of its agents, losses faced by retail investors and myths that are propagated by the market, but are not verified in practice. In parallel, it is noted the fall of SPACs in the year 2022, which despite not yet allow a definitive answer about what drove it, raises reflections about the role of regulation and its ability to stimulate or restrain market movements.

Keywords: SPAC. Mergers and Acquisitions. Capital Markets. Regulation. Legal Controversies. Literature Review.

1. INTRODUÇÃO

As SPACs, definidas como sociedades sem atividade operacional, passivos, ativos ou plano de negócios, são criadas com o objetivo de realizar uma operação de M&A (*mergers and acquisitions* ou fusões e aquisições) em momento futuro, após o levantamento de fundos via IPO (*initial public offering* ou oferta pública inicial). De acordo com dados levantados pelo Financial Times, o instituto atingiu grande popularidade em 2020, o que impulsionou o arrecadamento de US\$ 79,4 bilhões em âmbito global⁴⁸⁵. O ano de 2021 seguiu essa mesma tendência, de modo que, ainda em novembro, os IPOs envolvendo SPACs já representavam mais da metade do total de IPOs realizados nos Estados Unidos, batendo o recorde de operações verificado em 2020⁴⁸⁶.

Considerando o cenário descrito acima, as SPACs passaram a ser o cerne das discussões no mercado de capitais, conquistando críticos e defensores ao redor do mundo. Naturalmente, esse debate também se tornou foco da literatura e de agentes reguladores, que, seguindo as demandas do mercado, passaram a se posicionar sobre as vantagens, desvantagens e pontos de atenção das SPACs.

O objeto do presente artigo é o mapeamento e organização do debate envolvendo as SPACs. Para isso, a análise foi dividida em quatro capítulos, sendo eles: (i) reconstrução histórica das SPACs; (ii) análise de sua estrutura; (iii) levantamento das principais controvérsias jurídicas apontadas pela literatura; e (iv) compreensão a respeito das perspectivas de regulação desse instituto no Brasil. A relevância do tema fica evidente na medida em que a sistematização do debate em questão suscita controvérsias que atingem as mais diversas transações

485 ALIAJ, Ortenca; KASUMOV, Aziza. *Spac boom eclipses 2020 fundraising record in single quarter*. [S.l.]: Financial Times, [s.d.]. Disponível em: <https://www.ft.com/content/321400c1-9c4d-40ac-b464-3a64c1c4ca80>. Acesso em: 07 nov. 2022.

486 SEBER, Kerem. *Critical Factors Determining the Success of Special Purpose Acquisition Companies (SPACS): Comparative Analysis of an Innovative Asset Class for M&A Market*. Londres: Queen Mary University Of London, Dissertação (Mestrado) - Curso de Direito, LLM In Commercial And Corporate Law, 2017, p. 16.

envolvendo valores mobiliários, como por exemplo a proteção dos investidores e minimização dos conflitos de interesses, ultrapassando o escopo das SPACs e atingindo bens jurídicos protegidos de forma prioritária no mercado de capitais.

O primeiro capítulo buscou compreender quando se deu seu surgimento e quais foram as principais etapas de desenvolvimento das SPACs. Como metodologia, buscou-se reconstruir sua linha do tempo, a partir de textos que tratam sobre a temática em diferentes momentos, tanto considerando o início da década de 1980, quando surgiram as *Blank Check Companies*, quanto artigos recentes, que captam a ascensão e declínio do instituto.

O segundo capítulo, por sua vez, propôs a sistematização dos principais procedimentos necessários para a realização de uma SPAC, bem como os incentivos e desincentivos que enfrentam durante essas transações. Para tanto, foram analisadas pesquisas e artigos produzidos pelos agentes de mercado, que atuaram nessas transações.

O terceiro capítulo, seguindo a mesma metodologia supracitada, sistematizou as principais controvérsias jurídicas envolvendo o tema. A partir desse enfoque, nota-se o embate entre interesses jurídicos relevantes, especialmente a respeito de conflitos de interesses, responsabilização dos agentes envolvidos nessas transações, proteção dos investidores de varejo e mitos que são propagados pelo mercado, porém, não se verificam na prática.

Por fim, o quarto capítulo buscou compreender o status de implementação e regulação das SPACs no Brasil. Com essa finalidade, os principais insumos de pesquisa foram as manifestações da CVM até o momento, assim como o manual divulgado pela B3, que apresenta sugestões para a implementação das SPACs mediante as peculiaridades do ordenamento jurídico nacional.

Perante o contexto apresentando, duas ressalvas fazem-se necessárias. Inicialmente, deve-se destacar que, por conta da incipiência do debate no Brasil, muitas das fontes utilizadas no

recorte nacional advêm da mídia⁴⁸⁷. Além disso, foram analisados apenas os aspectos jurídicos das SPACs, sendo desconsiderados dados financeiros e econômicos.

2. RECONSTRUÇÃO HISTÓRICA: ORIGEM, PRIMEIROS PASSOS E DESENVOLVIMENTO DAS SPACS

Visando a reconstrução da linha do tempo das SPACs, o presente artigo propõe organizá-la em 3 fases, quais sejam: (i) o surgimento das SPACs a partir de suas predecessoras, as companhias em branco; (ii) o seu ressurgimento nos anos 2000, após o intenso processo regulatório responsável por colocar fim às companhias em branco; bem como (iii) a recente popularização do instituto, notadamente a partir de 2020.

2.1 PRIMEIRA FASE (1980 A 1990): ORIGEM DAS *BLANK CHECK COMPANIES* E SUA RELAÇÃO COM AS SPACS

Ao contrário do que se imagina, a reconstrução histórica do instituto aponta para o seu surgimento, nos Estados Unidos da América, ainda na década de 1980, por meio de suas predecessoras, as companhias em branco. A compreensão a respeito de seu nascimento e primeiros passos depende da análise do *penny stock market*, especialmente pelo viés da ausência de regulamentação desse mercado, que desencadeou, após alguns anos, o desenvolvimento das SPACs no formato conhecido hoje.

Penny stocks é o termo utilizado para se referir a ações de baixo valor, que não eram cotadas ou negociadas em bolsa de valores e, portanto, não estavam sujeitas a regulamentação. Nesse sentido, as ações em questão normalmente eram negociadas no mercado de balcão, sendo dotadas de volatilidade e menor liquidez, se comparadas

487 A data de corte para análise das informações provenientes da mídia é 11 de setembro de 2023.

a outros títulos⁴⁸⁸. O impacto das *Penny stocks* na história do mercado de capitais norte-americano pode ser ilustrado por trecho de reportagem publicada no *The Washington Post* em 24 de dezembro de 1989:

A esta lista de extremos, os historiadores acrescentarão sem dúvida um capítulo intitulado “Os Escândalos do *Penny Stock*”, que examinará a mais extensa efusão de fraudes, enganos e abusos dirigidos aos investidores norte-americanos desde o frenesi especulativo dos anos 1920 (tradução nossa)⁴⁸⁹.

O trecho em questão prevê que a eclosão do *penny stock market* certamente seria objeto de estudo nos anos seguintes, inclusive por historiadores. Isso porque, durante a década de 1980, esse mercado foi utilizado como cenário para o cometimento de fraudes, de modo que a North American Securities Administrators Association (NASAA) concluiu, em 1989, que o *penny stock market* era o principal responsável pelo cometimento de abusos envolvendo os investidores de varejo nos Estados Unidos⁴⁹⁰. Ainda, estimativa divulgada no mesmo período pela NASAA também indicou que investidores norte-americanos perdiam, anualmente, mais de U\$ 2 bilhões por conta de manipulações no *penny stock market*⁴⁹¹.

488 ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. *Penny Stock Market Fraud: Hearings Before the Subcommittee on Telecommunications and Finance of the Committee on Energy and Commerce, House of Representatives, One Hundred First Congress, Second Session on H.R. 4497, a Bill to Amend the Federal Securities Laws to Eliminate Abuses in Transactions in Penny Stocks, and for Other Purposes*, vol. 4. Washington: Congresso, Governo dos Estados Unidos, 1989.

489 HINDEN, Stan. *In For a Penny, out of a Pound*. Washington: Washington Post, 1989. Disponível em: <https://www.washingtonpost.com/archive/business/1989/12/24/in-for-a-penny-out-of-a-pound/29febe0c-8b94-4006-9722-4a4ae155ea35/>. Acesso em: 10 de jan. 2022.

490 GOLDSTEIN, Joseph I.; RAMSHAW, Paul D.; ACKERSON, Sarah B. *An Investment Masquerade: A Descriptive Overview of Penny Stock Fraud and The Federal Securities Laws*. [S.l.]: The Business Lawyer, vol. 47, n. 2, 1992, p. 773. Disponível em: <http://www.jstor.org/stable/40687309>. Acesso em 13 de jun. de 2022.

491 Idem.

Mediante o contexto supracitado, cabe a reflexão a respeito de quais razões impulsionaram a disseminação massiva das companhias em branco, bem como sua utilização para fins fraudulentos. De acordo com Riemer, advogado e membro da Assembleia Estadual de Wisconsin, três foram as motivações: (i) a falta de informações confiáveis a respeito das transações efetuadas no *penny stock market*, o que prejudicava a tomada de decisão dos investidores; (ii) a participação de pessoas que já possuíam histórico de violação das leis relativas aos valores mobiliários nesse mercado, em âmbito federal ou estadual, assim como indivíduos associados a organizações criminosas⁴⁹²; e (iii) a ausência de regulamentação específica sobre as *penny stocks*⁴⁹³.

O pensamento de Riemer evidencia que a combinação entre o baixo valor das *penny stocks* e a própria estrutura das companhias em branco, não detentoras de histórico operacional, funcionários, patrimônio, atividade ou plano de negócios, possibilitou a venda de ações por preços inflacionados. Nessa perspectiva, os corretores se beneficiaram com a margem de lucro obtida pela diferença entre o preço negociado e o valor real do título⁴⁹⁴.

Com surpreendente popularidade, entre os anos de 1988 e 1989, aproximadamente 70% das ofertas de ações no mercado de capitais norte-americano utilizaram como instrumento jurídico as companhias em branco, conforme evidenciam dados divulgados pela NASAA⁴⁹⁵. Foi apenas em 1988, após o cenário descrito, que a SEC

492 STEM, Richard L.; POOLE, Claire Poole. *Like a Slaughterhouse for Hogs*. [S.l.]: Forbes, dez. 25, 1989.

493 RIEMER, Daniel S. *Special Purpose Acquisition Companies: SPAC and Span, or Blank Check Redux*. Washington: Washington University Law Review, 2007, p. 5-11. Disponível em: https://heinonline-org.sbproxy.fgv.br/HOL/Page?public=true&handle=hein.journals/walq85&div=30&start_page=931&collection=usjournals&set_as_cursor=2&men_tab=srchresults. Acesso em: 19 nov. 2021.

494 HEYMAN, Derek K. *From blank check to SPAC: The regulator's response to the market, and the market's response to the regulation*. Ohio: Ohio State Business Law Journal, vol. 2, n. 1. 2007, p. 4-9. Disponível em: <http://hdl.handle.net/1811/78301>. Acesso em: 19 nov. 2021.

495 LEBLANC, Ralph W. H.R. REP. No. 101-617, at 22, *as reprinted in 1990 U.S.C.C.A.N. 1408, 1424 apud LEBLANC, Ralph W. Opinion of the Commission - EXCHANGE ACT PROCEEDING*. Rel. n.º 48254 / July 30, 2003 - Admin. Proc. File n.º 3-10065. Washington:

se manifestou a respeito da questão, compreendendo que, de fato, a lacuna regulatória existente não apenas permitia, mas também incentivava o cometimento de crimes contra o mercado de capitais⁴⁹⁶. Essa preocupação se agravou ainda mais após a constatação de que muitas pessoas físicas participavam desse mercado⁴⁹⁷.

A primeira resposta regulatória aos problemas descritos acima foi a promulgação, pelo Congresso, do *Penny Stock Reform Act* de 1990 (*Penny Stock Reform Act*). Essa reforma foi responsável por alterar a Seção 7 do *Securities Act* de 1933 (*Securities Act*), definindo de forma ampla o conceito de *penny stock* e prevendo a necessidade de atuação regulatória sobre os agentes envolvidos nesse mercado, assim como solicitando manifestação da SEC⁴⁹⁸. Nessa perspectiva, é interessante observar que um mercado inicialmente não regulamentado passou a ser minuciosamente descrito e controlado pelo agente regulador, demonstrando uma nítida preocupação com a garantia de que os emissores apresentassem um histórico confiável⁴⁹⁹.

Securities And Exchange Commission. Publicado em 30 jul. 2003. Disponível em <https://www.sec.gov/litigation/opinions/34-48254.htm>. Acesso em 05 dez. 2022.

496 SCHAPIRO, Mary L. *Commissioner, SEC, Address at the 10th Annual Northwest Securities Institute: Seeking New Sanctions: Comments on Developments in the Commission's Enforcement Program* 5 6 (Mar. 9, 1990). Washington: U.S Securities and Exchange Commission, 1990. Disponível em: <http://www.sec.gov/news/speech/1990/O30990schapiro.pdf>. Acesso em: 10 de jun. de 2022.

497 RIEMER, Daniel S. *Special Purpose Acquisition Companies: SPAC and Span, or Blank Check Redux*. Washington: Washington University Law Review, 2007, p. 936. Disponível em: https://heinonline-org.sbproxy.fgv.br/HOL/Page?public=true&handle=hein.journals/walq85&div=30&start_page=931&collection=usjournals&set_as_cursor=2&men_tab=srchresults. Acesso em: 19 nov. 2021..

498 ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. *Securities Enforcement Remedies and Penny Stock Reform Act of 1990*. Washington: Congresso Nacional dos Estados Unidos, Pub. L. n° 101- 429, § 508, 104 Stat. 931, 1990. Disponível em: <https://www.congress.gov/bill/101st-congress/senate-bill/647>. Acesso em: 05 dez. 2022; CODE OF FEDERAL REGULATIONS. *Definição de "penny stock"*. § 240.3a51-1 do Penny Stock Reform Act. [S.l.]: Code of Federal Regulations, [s.d.]. Disponível em: <https://www.ecfr.gov/current/title-17/chapter-II/part-240/subpart-A/subject-group-ECFR48fbd3224bf6573/section-240.3a51-1>. Acesso em: 12 nov. 2022.

499 Ver o texto completo da norma para verificação de todos os requisitos para configuração de uma ação como Penny Stock: ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. *Securities and Exchange Commission*. Washington: Informativo do Governo, [s.d.]. Disponível em: <https://www.govinfo.gov/content/pkg/CFR-2014-title17-vol4/pdf/CFR-2014-title17-vol4-sec240-3a51-1.pdf>. Acesso em: 05 dez. 2022.

Em complemento, a SEC criou em 1992 a *Rule 419*, apresentando importantes definições para a matéria. De acordo com a norma, uma sociedade será classificada como companhia em branco quando atender duas características: (i) encontrar-se em estágio preliminar de desenvolvimento, sem plano de negócios e finalidade específica, ou, caso haja plano de negócios, indicar que seu único objetivo é a realização de uma operação de M&A com sociedade ou pessoa não identificada; bem como (ii) emitir *penny stocks*⁵⁰⁰.

Paralelamente a essa definição, foram apresentados diversos mecanismos inovadores, visando a garantia de normas eficientes de divulgação de informações (*disclosure*) e a proteção dos investidores. Com isso, as *blank check offerings* passaram a, obrigatoriamente, observar os seguintes critérios: (i) o depósito dos valores oriundos da oferta inicial, e dos títulos emitidos pela companhia em branco, deveriam ser mantidos em uma conta *escrow*; (ii) a companhia poderia reter os fundos dos investidores por apenas 18 meses sem a realização de uma operação de M&A; (iii) exigência de ampla divulgação de informações no prospecto da operação; (iv) necessidade de atualização do registro da companhia após a conclusão do M&A, detalhando a operação; (v) possibilidade de que os investidores resgatassem o investimento caso não concordassem com a proposta de aquisição; e (vi) impedimento da conclusão da operação por valor inferior a 80% da *escrow*⁵⁰¹.

Após as regulamentações gerais mencionadas acima, diversos Estados norte-americanos passaram a criar normas específicas sobre o instituto. Pela perspectiva regulatória, foram desenvolvidas normas sofisticadas, que criaram mecanismos de proteção, capazes de blindar os investidores da desinformação que pairava sobre as companhias

500 LEGAL INFORMATION INSTITUTE. 17 CFR §§ 230.419(a)(2)(i)-(ii). [S.l.]: Legal Information Institute, [s.d.]. Disponível em: <https://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/230.419>. Acesso em: 05 dez. 2022.

501 Todos os critérios mencionados são detalhados na “*Rule 419*” (LEGAL INFORMATION INSTITUTE. 17 CFR §§ 230.419(a)(2)(i)-(ii). [S.l.]: Legal Information Institute, [s.d.]. Disponível em: <https://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/230.419>. Acesso em: 05 dez. 2022).

em branco. Todavia, pela perspectiva prática, faz-se relevante refletir se essas normas realmente foram benéficas ao mercado, visto que contribuíram para a eliminação dessas operações⁵⁰².

Isso ocorreu porque a burocracia conferida ao instituto, por meio, por exemplo, da positivação de direitos como o resgate do investimento, dificultou a sua utilização, inclusive pelo viés financeiro. Nesse caso, a maior preocupação era a incerteza a respeito do valor final do investimento, o que é fundamental no momento da operação societária⁵⁰³.

Ilustrativamente, entre os anos de 1987 e 1990 foram registradas 2.700 operações envolvendo companhias em branco na SEC⁵⁰⁴. Após a criação das novas regras, esse montante decresceu para apenas 15 operações, conforme discorre Heyman⁵⁰⁵ em seu artigo sobre o tema⁵⁰⁶.

De acordo com a literatura que trata do papel regulador do Estado, existe a tendência de que, após momentos de crises, o Estado adote uma postura centralizadora, mostrando-se mais presente pelo viés regulatório⁵⁰⁷. Ao longo da história, diversos exemplos evidenciam esse movimento: a crise de 1929, a crise de 2008 e a própria pandemia da

502 RIEMER, Daniel S. *Special Purpose Acquisition Companies: SPAC and Span, or Blank Check Redux*. Washington: Washington University Law Review, 2007, p. 14-18. Disponível em: https://heinonline-org.sbproxy.fgv.br/HOL/Page?public=true&handle=hein.journals/walq85&div=30&start_page=931&collection=usjournals&set_as_cursor=2&men_tab=srchresults. Acesso em: 19 nov. 2021.

503 Idem.

504 PRIFTI, William M. 24 SEC. PUB. & PRIV. OFFERINGS § 7:48 (2006) *apud* HEYMAN, Derek K. *From blank check to SPAC: The regulator's response to the market, and the market's response to the regulation*. Ohio: Ohio State Business Law Journal, vol. 2, n. 1. 2007, p. 4-9. Disponível em: <http://hdl.handle.net/1811/78301>. Acesso em: 19 nov. 2022.

505 Derek K. Heyman é advogado no escritório estadunidense Zaino Hall & Farrin LLC.

506 HEYMAN, Derek K. *From blank check to SPAC: The regulator's response to the market, and the market's response to the regulation*. Ohio: Ohio State Business Law Journal, vol. 2, n. 1. 2007, p. 4-9. Disponível em: <http://hdl.handle.net/1811/78301>. Acesso em: 19 nov. 2022.

507 WRIGHT, M.; WOOD, G.; MUSACCHIO, A. *State capitalism in international context: Varieties and variations*. [S.l.]: Journal of World Business, n. 56, [s.d.]; LAZZARINI, S. G.; MUSACCHIO, A. *Leviathan as a partial cure? Opportunities and pitfalls of using the state-owned apparatus to respond to the COVID-19 crisis*. [S.l.]: [s.n.], 27 mar. 2020. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3562406>. Acesso em: 05 dez. 2022.

Covid-19, que despertou uma postura interventora do Estado, visando à contenção, ou ao menos a minimização, dos prejuízos oriundos do contexto político, econômico e social enfrentado.

No microcenário, essa lógica pode ser aplicada às companhias em branco. Isso porque, após um momento conturbado no mercado de capitais estadunidense, o Estado reforçou sua por meio da regulação. Sob esse viés, apesar da existência de ampla margem para discussão a respeito da efetividade dessas medidas, uma conclusão pode ser extraída: a regulação desenhada pelos Estados e pela SEC culminou no fim da primeira fase das SPACs, sob a forma das companhias em branco.

2.2 SEGUNDA FASE (2003 A 2019): O RESSURGIMENTO DAS SPACS E SUAS SEMELHANÇAS E DIFERENÇAS COM AS *BLANK CHECK COMPANIES*

Assim como em diversos outros institutos do direito societário e do mercado de capitais, a segunda fase das SPACs surgiu após uma força tarefa realizada por advogados estadunidenses, que buscaram criar um mecanismo capaz de atingir os mesmos resultados, porém garantindo algumas salvaguardas, principalmente no que diz respeito à proteção dos investidores. Nesse momento, a maior preocupação era o desenvolvimento de uma estrutura que fosse aprovada pela SEC, deixando no passado a reputação fraudulenta que pairava sobre a antiga modalidade de companhias em branco⁵⁰⁸.

A principal lacuna utilizada para criação da nova modalidade de SPACs foi o fato de que empresas que apresentam ativos tangíveis líquidos pós-oferta superiores a U\$ 5 milhões não são consideradas *Blank Check Companies* e, portanto, não estão sujeitas ao disposto na *Rule 419*. Assim, as SPACs se adaptaram a essa lacuna, criando uma

508 HEYMAN, Derek K. *From blank check to SPAC: The regulator's response to the market, and the market's response to the regulation*. Ohio: Ohio State Business Law Journal, vol. 2, n. 1. 2007, p. 4-9. Disponível em: <http://hdl.handle.net/1811/78301>. Acesso em: 19 nov. 2021.

modalidade sob a qual a regulamentação existente não poderia incidir⁵⁰⁹.

Além disso, enquanto as companhias em branco pressupunham a negociação no *penny stock market*, as SPACs não se enquadravam nesse requisito. Contudo, apesar de se tratar de modalidades diferentes de investimento, diversos mecanismos que priorizam a divulgação de informações e a proteção dos investidores foram estendidos às SPACs, como será aprofundado no capítulo 4.

O crescimento das SPACs durante a segunda fase foi surpreendentemente positivo, resultando, entre os anos de 2003 e 2008, em mais de 150 SPACs estruturadas, das quais 70 concluíram a operação societária, tal qual inicialmente esperado⁵¹⁰. Naturalmente, apesar desse estrondoso sucesso, o número de operações decaiu de forma significativa entre o fim de 2008 e 2009, momento em que os Estados Unidos enfrentou a crise dos *subprime mortgages*⁵¹¹.

Eventos emblemáticos como a falência do Lehman Brothers causaram agitação no mercado de capitais⁵¹², impulsionado a adoção, por parte de todos os agentes envolvidos, desde grandes instituições até os investidores, de postura cautelosa frente aos acontecimentos noticiados diariamente. Nessa perspectiva, ao contrário do que ocorreu no encerramento da primeira fase das SPACs, que culminou no completo fim das companhias em branco, a segunda fase concluiu-se de forma menos abrupta. Isso porque, as operações continuaram a ser realizadas, porém com uma frequência menor⁵¹³.

509 Idem.

510 FELDMAN, David N. *Reverse mergers: And other alternatives to traditional IPOs*. Nova York: John Wiley & Sons, 2009, p. 210-211.

511 CAMACHO, Daniel Molano. *Las compañías con propósito especial de compra o special purpose acquisition companies (SPAC) en Colombia*. Colombia: Universidas de Los Andes, ago. 2021. Disponível em: <https://anuarioderechoprivado.uniandes.edu.co/images/pdfs/anuario3/07-AD3-Molano-30ago2021.pdf>. Acesso em: 19 nov. 2021.

512 BEBCHUK, Lucian A. *A Plan for Addressing the Financial Crisis. The Economists*. [S.l.]: Harvard Law and Economics Discussion Paper n° 620, set. 2008. Disponível em: <https://ssrn-com.sbproxy.fgv.br/abstract=1273241>. Acesso em 18 set. 2022.

513 Essa conclusão pode ser observada a partir da análise empírica dos dados coletados pela “SPAC Analytics”, plataforma focada no mapeamento de IPOs SPAC e De-SPAC. As informações revelam que entre os anos de 2003 e 2019 foram realizadas SPACs,

2.3 TERCEIRA FASE (2020 A 2022): RECENTE POPULARIZAÇÃO DAS SPACS

O que o presente artigo propõe ser nomeada como terceira fase das SPACs nada mais é que seu ressurgimento e popularização a partir de 2020, apesar de nos mesmos moldes das operações já realizadas em 2008. De acordo com informações divulgadas recorrentemente nas mídias, o ano 2021 registrou o maior número de SPACs na história do mercado de capitais norte-americano⁵¹⁴.

Dentre os fatores apontados como propulsores dessa popularidade, é relevante mencionar matéria divulgada no *The New York Times* em 27 de fevereiro de 2021, que expôs o envolvimento de celebridades como Jay-Z, Shaquille O’Neal, Ciara Wilson e Serena Williams nas SPACs. Embora esses artistas tenham sido utilizados como marketing para atrair investidores, não possuíam especialização ou histórico no mercado de capitais, o que iniciou uma série de críticas pelo do mercado⁵¹⁵.

Em linhas gerais, o artigo discorre sobre a capitalização da reputação desses artistas, que receberiam, ao final da transação, uma porcentagem sobre ela, tal qual ocorre em uma campanha de publicidade. De acordo com dados divulgados pela *Forbes*, o apoio público oferecido por uma celebridade a um produto é capaz de aumentar as vendas em 4% imediatamente⁵¹⁶. Nessa perspectiva, o

porém em um número reduzido, se comparado ao observado entre os anos de 2020 e 2022 (SPAC ANALYTICS. Site informativo. [S.l.]: SPAC Analytics, [s.d.]. Disponível em: <https://www.spacanalytics.com/>. Acesso em 12 nov. 2022).

514 “SPACs have raised \$40 billion in dry powder, and it’s growing daily” (CAPITAL MARKETS. *RBC Capital Markets*. [S.l.]: Capital Markets, [s.d.]. Disponível em: <https://www.rbccm.com/en/gib/ma-inflection-points.page>. Acesso em: 05 dez. 2022).

515 KURUTZ, Steven. *OK, What’s a SPAC? A once obscure financial scheme becomes a celebrity flex*. Nova Iorque: *The New York Times*, 2021. Disponível em: <https://www.nytimes.com/2021/02/27/style/SPACS-celebrity-craze.html>. Acesso em: 20 out. 2022.

516 OLENSKI, Steve. *How Brands Should Use Celebrities for Endorsements*. [S.l.]: *Forbes*. Publicado em 20 jul. 2016. Disponível em: <https://www.forbes.com/sites/steveolenski/2016/07/20/how-brands-should-use-celebrities-for-endorsements/?sh=802545c55936>. Acesso em: 18 set. 2022.

marketing gerado por esse envolvimento coloca as SPACs no mesmo patamar de qualquer outro produto, desconsiderando, contudo, que se trata de uma modalidade de investimento, sujeita ao crivo de agentes reguladores.

Mediante tamanha popularidade, as discussões sobre o tema foram amplificadas em âmbito internacional. É inegável que as SPACs são atrativas por muitos fatores, porém suas controvérsias não podem ser desconsideradas. Assim, para compreender e sistematizar esse debate, é necessário analisar seu funcionamento e estrutura, como será feito a seguir.

3. ESTRUTURA DAS SPACS: MECANISMOS E FUNCIONAMENTO

3.1 PRINCIPAIS FORMALIDADES E AGENTES DAS SPACS

As SPACs são companhias em branco, que não apresentam atividade operacional, ativos, funcionários ou histórico, sendo criadas com o objetivo de adquirir uma sociedade empresária em momento futuro⁵¹⁷. Ou seja, trata-se de uma modalidade de levantamento de fundos, especificamente direcionados para financiar uma operação societária que acontecerá em um prazo pré-determinado.

Considerando que essas companhias não apresentam atividade, conforme supracitado, seu único ativo é a promessa, aos investidores e ao mercado, de que uma operação societária será realizada⁵¹⁸. Nessa perspectiva, os administradores devem, em um prazo máximo de 24

517 CHONG, Eason (et al.). *Comprehensive Study of Special-Purpose Acquisition Company (SPAC): An Investment Perspective*. Illinois: University of Illinois, jun. 2021, p. 6. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3862186#references-widget. Acesso em: 10 nov. 2022.

518 CHATTERJEE, Siris; CHIDAMBARAN, N.K; GOSWAMI, Gautam. *Security design for a non-standard IPO: The case of SPACs*. [S.l.]: Journal of International Money and Finance, Elsevier, vol. 69(C), 2016, p. 151-178. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0261560616300845>. Acesso em: 19 nov. 2022.

meses, escolher a sociedade-alvo, sendo necessária a aprovação tanto dos acionistas da SPAC, quanto da companhia escolhida⁵¹⁹.

Caso não seja obtido o aval necessário para seguir com a operação, os administradores deverão procurar uma nova sociedade, que seja aceita pelo crivo dos titulares de *units* SPAC, conforme contextualização abaixo⁵²⁰. Com o objetivo de compreender a estrutura dessa operação, é importante sistematizar o passo a passo de realização de uma SPAC, assim como a função de seus principais agentes. Isso porque, apesar de ser um instituto em transformação, as SPACs demonstram estruturas similares, a partir de figuras-chave que atuam nessas operações.

Toda SPAC se inicia com um *Sponsor* (patrocinador), responsável por gerenciar a operação, atraindo investidores e empenhando esforços para a conclusão do M&A. De acordo com estudo realizado por Blomkvist, Nocera e Vulcanovic, a partir da coleta de dados relativos a 298 SPACs dos Estados Unidos, o perfil dos patrocinadores costuma ser um homem, de aproximadamente 50 anos, experiente no mercado financeiro, que dedicará tempo, capital e, principalmente, sua reputação, para angariar investidores⁵²¹. Como recompensa, receberá uma porcentagem de 20% sobre o valor obtido após o De-SPAC⁵²².

Condicionar o pagamento desses 20% à conclusão da operação societária foi uma alternativa para evitar que o patrocinador agisse por conveniência e não empenhasse seus esforços para desenhar uma operação de sucesso. Ainda assim, é possível compreender que esse objetivo não foi, de fato, atingido, uma vez que a porcentagem será

519 Idem.

520 CHONG, Eason (et al.). *Comprehensive Study of Special-Purpose Acquisition Company (SPAC): An Investment Perspective*. Illinois: University of Illinois, jun. 2021, p. 6. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3862186#references-widget. Acesso em: 10 nov. 2022.

521 VULANOVIC, Milos (et al.). *Who are the SPAC CEOs?*. [S.l.]: EDHEC Business School, mar. 2021. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3803665>. Acesso em: 10 nov. 2021.

522 Para fins de contextualização, o De-SPAC se refere ao momento após a conclusão da operação societária, de modo que a empresa passa a ser listada em uma bolsa de valores.

paga mediante a conclusão do M&A, independente de se verificar uma operação vantajosa ou não⁵²³.

Em linhas gerais, é possível refletir até que ponto os patrocinadores recebem um incentivo para realmente buscar a melhor operação possível, ou se a saída mais fácil não seria simplesmente concluir a operação de M&A, independentemente do quão proveitosa a sociedade-alvo escolhida seja. Esse aspecto, juntamente com as demais controvérsias jurídicas relacionadas às SPACs, será aprofundado no capítulo seguinte.

Após a escolha desse patrocinador, que idealizará a SPAC, o próximo passo será a busca por um banco de investimentos, responsável por inseri-la no mercado de capitais, por meio de uma oferta pública⁵²⁴. Nesse momento, a partir da compreensão de parte da literatura, a escolha por realizar um IPO de SPAC e não um IPO tradicional já demonstra algumas vantagens significativas.

Isso porque, em um IPO tradicional, são exigidos diversos documentos relacionados ao desempenho e histórico da empresa, que poderá ser responsabilizada se alguma informação falsa ou incompleta for fornecida para a SEC⁵²⁵. Em sentido oposto, as SPACs não apresentam histórico ou atividade, não sendo viável o cumprimento de grandes exigências informacionais, o que pode ser compreendido como um fator que facilita e acelera o processo. Esse entendimento, contudo, é questionado por nomes como John Coates, como será aprofundado posteriormente.

Diferentemente do IPO convencional, as SPACs não vendem ações, mas sim *units*. Trata-se de um título usualmente precificado

523 RODRIGUES, Usha; STEGEMOLLER, Michael A. *SPACs: Insider IPOs*. Georgia: University of Georgia, School of Law Legal Studies Research Paper n° 2021-09, 2021, p. 23-29. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3906196>. Acesso em: 7 nov. 2022.

524 ROEW, James. *Special Purpose Acquisition Companies (SPACs): The Private Sector's Solution to Government Overreach*. [S.l.]: Cornell University Law School, mar. 2021. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3851605>. Acesso em: 10 nov. 2022.

525 RODRIGUES, Usha; STEGEMOLLER, Michael A. *SPACs: Insider IPOs*. Georgia: University of Georgia, School of Law Legal Studies Research Paper n° 2021-09, 2021, p. 23-29. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3906196>. Acesso em: 7 nov. 2022.

em US\$ 10,00, composto por uma ação ordinária e um bônus de subscrição, que no contexto internacional é chamado de *warrant*⁵²⁶.

No momento em que a compra do ativo é realizada, o título é vendido como um “pacote”, ou seja, aquele que leva a ação também levará, automaticamente, o bônus de subscrição. Entretanto, após a conclusão do IPO esses dois ativos se separam, passando a ser permitida sua negociação apartadamente⁵²⁷.

Assim, o montante obtido por meio do IPO deverá ser depositado em uma conta fiduciária, na qual será aplicado em títulos do governo e receberá juros, aumentando, ainda que em proporção pequena, o valor inicialmente obtido⁵²⁸. Enquanto o valor é mantido nessa conta, o patrocinador deverá buscar uma sociedade-alvo, contando com o prazo de 24 meses para concluir a operação.

À primeira vista, pode parecer preocupante o fato de que a contribuição dos investidores é feita antes da sociedade-alvo ser encontrada. Todavia, o direito de resgate é um mecanismo de proteção que justamente evita a perda de fundos. Nessa perspectiva, os investidores poderão receber seu dinheiro de volta em dois casos: (i) quando, após os 24 meses, a operação de M&A não for concluída; ou (ii) caso discordem da sociedade-alvo escolhida, e, portanto, exijam o recebimento do valor.

Uma vez encontrada a sociedade a ser adquirida, o procedimento será semelhante ao usualmente adotado em operações de M&A comuns. Deverá ser realizada uma auditoria legal com o objetivo de analisar se a sociedade-alvo apresenta algum empecilho ou risco que pode significar desvantagens para os investidores, bem como para que todas as informações necessárias sejam obtidas⁵²⁹. Caso a auditoria

526 BANERJEE, Snehal; SZYDLOWSKI, Martin. *Harnessing the Overconfidence of the Crowd: A Theory of SPACs*. California: University of California, San Diego, ago. 2022, p. 14-23. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3930346>. Acesso em: 10 nov. 2022.

527 RODRIGUES, Usha; STEGEMOLLER, Michael A. *SPACs: Insider IPOs*. Georgia: University of Georgia, School of Law Legal Studies Research Paper nº 2021-09, 2021, p. 23-29. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3906196>. Acesso em: 7 nov. 2022.

528 Idem.

529 ZABA, Derek; LIEKEFETT, Kai; DUCLOS, Joshua. *SPACs: A New Frontier for Shareholder Activism*. [S.l.]: IR UPDATE, 2021. Disponível em: <https://www.sidley.com/-/>

evidencie que se trata de uma empresa em boas condições jurídicas, os demais procedimentos deverão ser adotados, havendo a formalização dos documentos finais da operação.

Nesse momento, existem duas preocupações fundamentais: (i) obter a aprovação dos acionistas da SPAC; e (ii) garantir que ela detenha recursos suficientes para completar a operação, a partir do monitoramento de quais acionistas estão solicitando o direito de resgate⁵³⁰. Sob essa lógica, seria imprudente por parte do patrocinador não considerar que o montante final obtido no IPO pode variar significativamente entre o valor mantido na conta fiduciária e o valor restante, após o desconto dos pedidos de resgate.

Se a operação societária for finalizada, a sociedade originada a partir dela passará a ser operacional e listada na bolsa de valores como uma companhia aberta. Além disso, os investidores poderão exercer seus bônus de subscrição, tendo um prazo máximo de 5 anos antes que eles vençam⁵³¹.

4. QUAIS SÃO AS PRINCIPAIS CONTROVÉRSIAS JURÍDICAS ENVOLVENDO AS SPACS NOS ESTADOS UNIDOS?

Mediante o boom das SPACs nos Estados Unidos, debates a respeito de suas principais controvérsias foram suscitados pela literatura, agentes de mercado interessados, mídia e reguladores. Em linhas gerais, as controvérsias jurídicas podem ser sintetizadas em seis blocos principais, sendo eles: (i) incentivos e remuneração dos patrocinadores; (ii) auditoria legal; (iii) proteção dos investidores; (iv) direito de resgate do investimento; (v) mitos envolvendo as SPACs; e (vi) cometimento de fraudes e declínio das SPACs em 2022.

media/publications/spacs-a-new-frontier-for-shareholder-activism.pdf?la=en. Acesso em: 19 nov. 2022.

530 HORI, Keiichi; OSANO, Hiroshi. *A Theory of SPACs*. [S.l.]: Kwansei Gakuin University, 2021. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3938241>. Acesso em: 10 nov. 2022.

531 Idem.

4.1 INCENTIVOS E REMUNERAÇÃO DOS PATROCINADORES: UMA BUSCA POR LUCROS PRIVADOS OU PELO MELHOR INTERESSE DOS INVESTIDORES?

Conforme introduzido no capítulo anterior, os patrocinadores das SPACs não recebem quaisquer remunerações durante todo o processo – seja no momento do IPO, seja durante a busca por uma sociedade-alvo para realização da operação societária. Todavia, eles detêm uma parcela significativa do capital social da SPAC, mediante a aquisição de ações dos fundadores. A grande peculiaridade desses títulos é o fato de que conferem ao patrocinador 20% do montante total das ações em circulação após o IPO.

Apesar de já apresentarem um valor expressivo do capital social, é possível que os patrocinadores, para além dos 20%, também adquiram outras *units* em circulação no mercado, relativas à SPAC. Assim, nota-se que existe um grande incentivo para que os patrocinadores adquiram ações pouco antes da data em que a operação de M&A será votada em assembleia geral, o que pode conferir a eles maior controle sobre a aprovação da operação⁵³².

Por um lado, essa medida pode ser vista como uma forma de proteção do investimento frente ao ativismo dos investidores. Isso porque, conforme será aprofundado a seguir, caso uma parcela significativa dos acionistas opte por votar contrariamente à aquisição e solicitar o resgate de seu investimento, a SPAC não conseguirá seguir a diante com a operação societária. Em contrapartida, essa aquisição de ações concentra poder na figura do patrocinador, que passa a exercer ingerência maior sobre a aprovação ou não da operação, o que se torna um potencial problema na medida em que a figura do patrocinador, por si só, já apresenta grande protagonismo nas SPACs, afinal, são eles que conferem reputação, recursos e envidam seus esforços na busca por uma sociedade-alvo.

532 JENKINSON, Tim; SOUSA, Miguel. *Why SPAC Investors Should Listen to the Market*. Atlanta: Bergen Meetings Paper, AFA 2010 Atlanta Meetings Paper, mar. 2009, p. 15-17. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=1341771>. Acesso em: 10 nov. 2022.

Além disso, como recompensa por seu artigo, recebem 20% das *units* da SPAC após o IPO, o que lhes garante significativo lucro, independente do sucesso da operação de M&A que será realizada em momento futuro. Dessa forma, é possível questionar se seria adequado, pela perspectiva da proteção dos investidores, garantir que eles exerçam ainda mais protagonismo na decisão de qual sociedade será adquirida, considerando o já existente incentivo para a conclusão do M&A a qualquer custo. Para fins de ilustração, observa-se o ocorrido no caso Global Logistics Acquisition Corporation (GLAC), em que uma sociedade afiliada ao The Clark Group, Inc adquiriu 2.380.000 ações, assegurando a aprovação da operação em 12 de fevereiro de 2008⁵³³.

A união de forças entre as ações dos patrocinadores e as aquisições realizadas por essa sociedade garantiu que detivessem capital social suficiente para aprovar a operação, independentemente da vontade dos demais acionistas⁵³⁴. Analisando essa questão, Jenkinson e Sousa realizaram um estudo empírico, visando compreender o motivo que leva à realização de SPACs desvantajosas⁵³⁵. Inicialmente, os autores conceituam uma “SPAC ruim” como aquela que é aprovada pelos investidores em sede de assembleia geral, mesmo quando o mercado havia previamente avaliado o negócio como potencialmente destruidor de valor⁵³⁶.

Por outro lado, quando os investidores aprovam uma operação cujo preço da ação na data da assembleia é superior ao valor de confiança por ação (*trust value per share*), tem-se uma “boa SPAC”. Nesse caso, os preços do mercado são informativos e o negócio é compreendido como gerador de valor. Para fins de contextualização, *trust value per share* é o montante estimado assumindo uma taxa constante de crescimento do dinheiro arrecadado e mantido na conta

533 JENKINSON, Tim; SOUSA, Miguel. *Why SPAC Investors Should Listen to the Market*. Atlanta: Bergen Meetings Paper, AFA 2010 Atlanta Meetings Paper, mar. 2009, p. 16. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=1341771>. Acesso em: 10 nov. 2022.

534 *Ibidem*, p. 17.

535 *Idem*.

536 *Idem*.

fiduciária, desde o IPO até a data da aprovação da sociedade-alvo escolhida⁵³⁷.

A conclusão obtida pelos autores evidencia que, em SPACs posteriormente consideradas desvantajosas, houve uma movimentação das ações nas duas semanas anteriores à assembleia de aprovação, hipótese em que os patrocinadores ou seus afiliados adquiriram ações com o objetivo de garantir a aprovação⁵³⁸. Em sentido oposto, SPACs consideradas posteriormente vantajosas não apresentam esse mesmo movimento⁵³⁹. Numericamente, observa-se que “SPACs ruins” apresentam movimentação em mais de 25% de suas ações ordinárias, enquanto “boas SPACs” apresentam um giro médio de apenas 4%.

Ou seja, a aquisição de ações por parte dos patrocinadores pode ser compreendida como desvantajosa para os investidores. Nessa mesma perspectiva, Fortney analisa a remuneração conferida aos patrocinadores e conselheiros das SPACs, sob a lógica da diferença entre a modalidade adotada neste instituto, se comparada à remuneração de um conselheiro de companhia convencional⁵⁴⁰. Segundo o autor, enquanto nas demais empresas os conselheiros recebem dinheiro ou ações independentemente da ocorrência de algum evento particular, nas SPACs o prêmio é condicionado a conclusão operação societária⁵⁴¹.

Ao realizar uma previsão sobre as possíveis disputas que podem surgir da remuneração dos patrocinadores e diretores das SPACs, os autores compreendem que existe um incentivo para que os patrocinadores divulguem uma imagem vantajosa da sociedade-alvo, induzindo os investidores a aprovarem a operação e não realizarem o

537 Idem.

538 Idem.

539 Idem.

540 FORTNEY, Hunter. *SPAC Attack: An Examination of SPAC Director Compensation and Its Legal Implications*. [S.l.]: Harvard University, set. 2021. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3911337>. Acesso em: 10 nov. 2022.

541 Idem.

resgate de suas *units* em dinheiro⁵⁴². Nesse caso, há uma violação de seus deveres fiduciários, que pode levar à responsabilização⁵⁴³.

Isso porque, após a conclusão do negócio, as ações da companhia passam a valer menos do que o valor inicialmente pago pelos investidores (em média US\$ 10), o que representa a materialização de prejuízos. Mesmo nesse cenário, aos patrocinadores é garantido o recebimento de 20% do valor do negócio, mediante suas ações de fundadores. Especificamente nos Estados Unidos, cerne da popularidade e desenvolvimento das SPACs, já existem demandas frente à justiça com fundamento na violação de deveres fiduciários por parte dos patrocinadores. Um exemplo disso é o caso *Kwame Amo v. MultiPlan Corp.*, ação coletiva apresentada na corte de Delaware em 25 de março de 2021⁵⁴⁴.

Em linhas gerais, acionistas da MultiPlan Corp. apresentaram uma ação coletiva alegando violação dos deveres fiduciários dos patrocinadores, conselho de administração e outras partes relacionadas durante a realização da SPAC, cuja sociedade-alvo foi a Polaris Control Corp., controladora da MultiPlan⁵⁴⁵. No caso, os acionistas alegam que os patrocinadores realizaram a operação societária visando unicamente lucro particular, independentemente do que seria favorável ou não para os investidores, o que se verifica na queda do preço das ações da sociedade-alvo após a operação de M&A⁵⁴⁶.

É possível observar a mesma preocupação com relação aos conselheiros das SPACs, que apresentam os interesses muito alinhados

542 Idem.

543 Idem.

544 *Kwame Amo v. MultiPlan Corp.*, C.A. No. 2021-0258.

545 SCHULTE ROTH & ZABELL LLP. *SPAC Litigation Alert: Kwame Amo v. MultiPlan*. [S.l.]: SRZ, [s.d.]. Disponível em: <https://www.srz.com/resources/spac-litigation-alert-kwame-amov-multiplan.html>. Acesso em: 05 nov. 2022.

546 Idem.

aos dos patrocinadores, porém, em muitos casos, distantes dos investidores⁵⁴⁷. Um exemplo apresentado por Fortney indica:

Por exemplo, se uma SPAC com conta fiduciária de \$800 milhões consumir uma operação e depois o preço da ação cair [...], o Patrocinador ganhará quase \$100 milhões com o capital das Ações de Fundadores. Assumindo que os conselheiros da SPAC recebem a contagem média de ações de ~40.000 Ações de Fundadores, receberão ~200.000 dólares, enquanto os acionistas perderão coletivamente ~400 milhões de dólares (tradução nossa)⁵⁴⁸.

Ou seja, nota-se que a atuação dos patrocinadores e conselheiros pode ser eivada por conflitos de interesse e prejudicial aos investidores. Como consequência, de acordo com a compreensão de Fortney, lidar com as disputas oriundas desses problemas será uma realidade nos próximos anos, especificamente na corte de Delaware (foco de sua análise).

Tratando das manifestações midiáticas a respeito do tema, em 15 de outubro de 2022 foi publicada matéria no *The Wall Street Journal* com o título “*SPAC Sponsors Were Winners Even on Losers*”. De acordo com o artigo, enquanto os investidores de SPACs realizadas desde 2015 perderam em média 37% de seu investimento em até um ano após a conclusão da operação societária, os patrocinadores receberam um retorno de, em média, 110% de seu investimento inicial⁵⁴⁹. Nessa perspectiva, o bônus de 20% recebidos por eles é alvo de crítica, sendo considerado excessivo e permitindo que lucros exorbitantes sejam

547 FORTNEY, Hunter. *SPAC Attack: An Examination of SPAC Director Compensation and Its Legal Implications*. [S.l.]: Harvard University, set. 2021, p. 10. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3911337>. Acesso em: 10 nov. 2022.

548 Idem.

549 GAHNG, Minmo; RITTER, Jay R.; ZHANG, Donghang. *SPACs*. [S.l.]: The Review of Financial Studies, 2021. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3775847>. Acesso em: 10 nov. 2022.

obtidos pelos patrocinadores, mesmo em cenários desvantajosos para os investidores.

Em contrapartida, o artigo menciona os argumentos favoráveis ao pagamento dessa porcentagem, compreendida como uma compensação pelos riscos assumidos por esse agente durante todo o processo da SPAC. Isso pois, caso o M&A não seja concretizado, não receberão esse montante, absorvendo os prejuízos resultantes de seu investimento por conta própria. Esse argumento, todavia, não se sustenta, especialmente pela constatação de que justamente o fato de que ou o patrocinador “ganha” ou “não ganha” o induz a buscar a conclusão do negócio a qualquer custo.

Pensando nesses problemas, a SEC manifestou que está estudando proposta para regulamentar as SPACs com mais precisão. Um dos focos dessa regulamentação será a remuneração dos patrocinadores. De acordo com o plano inicial, exige-se que as companhias divulguem informações sobre a remuneração de seus patrocinadores e a diluição que os acionistas podem enfrentar caso a operação societária ocorra⁵⁵⁰. Com isso, ainda que os riscos intrínsecos ao instituto permaneçam, os investidores estariam cientes das possíveis perdas antes de adquirirem as *units*.

4.2 DUE DILIGENCE: EXISTE UM INCENTIVO PARA O DESCUIDO?

De acordo com Gahng, outro aspecto envolvendo as SPACs que suscita discussões é a realização da auditoria legal⁵⁵¹. Diferentemente do que ocorre em um IPO tradicional, as instituições financeiras que assessoram a SPAC e oferecem orientação com relação aos

550 KIERNAN, Paul. *SEC propõe novos requisitos de divulgação para SPACs*. Nova Iorque: The Wall Street Journal, 2022. Disponível em: https://www.wsj.com/articles/sec-considers-new-disclosure-rules-for-spacs-11648654298?mod=article_inline. Acesso em: 05 nov. 2022.

551 GAHNG, Minmo; RITTER, Jay R.; ZHANG, Donghang. *SPACs*. [S.l.]: The Review of Financial Studies, 2021. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3775847>. Acesso em: 10 nov. 2022.

procedimentos do negócio não estão sujeitas à Seção 11 do *Securities Act* de 1933⁵⁵².

Em linhas gerais, conforme introduzido no capítulo anterior, a Seção 11 determina a responsabilidade civil de qualquer subscritor por falsidade na declaração de registro ou caso qualquer fato relevante seja omitido⁵⁵³. Além disso, também prevê a responsabilização dos assessores financeiros por falsidade nos documentos da oferta ou quaisquer violações que ocorram durante o processo de IPO⁵⁵⁴, buscando assegurar que as partes serão responsabilizadas em caso de irregularidades, bem como incentivando uma preocupação maior com as informações que serão ofertadas ao mercado⁵⁵⁵. Essa regra, todavia, não se aplica integralmente às SPACs⁵⁵⁶, o que permite a criação de um incentivo para que a auditoria legal não seja realizada de forma rigorosa.

Ainda que os riscos inerentes à SPAC sejam mínimos, mediante o fato de não apresentar atividade operacional, o mesmo não pode ser dito sobre a sociedade-alvo, que é operacional, apresenta atividade, ativos, passivos, e pode representar riscos no curto, médio e longo prazo. Por isso, a realização de uma diligência legal é relevante para que sejam mapeados os pontos de atenção do negócio, tanto com relação à processos e disputas, quanto possíveis ilícitos, responsabilidades jurídicas e status da empresa perante as autoridades governamentais pertinentes ao seu setor de atuação.

A auditoria legal, mais que uma formalidade, é um importante passo para a precificação da operação, garantindo que todas as decisões tomadas serão o mais racionais possível, considerando o real

552 Idem.

553 Idem.

554 ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. *Securities Act de 1933*. Washington: [s.n.], mai. 2018. Disponível em: <https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1884/pdf/COMPS-1884.pdf>. Acesso em: 06 nov. 2022.

555 GAHNG, Minmo; RITTER, Jay R.; ZHANG, Donghang. *SPACs*. [S.l.]: The Review of Financial Studies, 2021. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3775847>. Acesso em: 10 nov. 2022.

556 Essa regra se aplica às SPACs apenas nos casos em que novas ações forem registradas como parte da SPAC.

cenário do negócio⁵⁵⁷. Omitir essa etapa, ou realizá-la sem a seriedade necessária, é um risco para os investidores.

4.3 PROTEÇÃO DOS INVESTIDORES

De acordo com artigo publicado por Bazerman na Harvard Business Review, a grande maioria dos investidores das SPACs são institucionais, especialmente fundos de hedge altamente especializados⁵⁵⁸. Contudo, essa constatação tem se transformado com o passar do tempo, considerando o apelo midiático e a popularidade dessa modalidade de investimento, que tem atraído cada vez mais investidores de varejo.

Nessa perspectiva, conforme analisado anteriormente, artigo publicado pelo The New York Times revela que os patrocinadores têm utilizado celebridades para atrair investidores, colocando-as como o “rosto” do investimento⁵⁵⁹. Alguns dos nomes do meio artístico mencionados na matéria são Jay-Z, Shaquille O’Neal, Ciara Wilson e Serena Williams. Além disso, a tendência também abarcou celebridades do esporte, como Alex Rodriguez, Steph Curry e Colin Kaepernick. Inicialmente, a participação dessas figuras pode parecer inofensiva, todavia, o fato de que investidores de varejo têm se prejudicado nessas operações evidencia uma preocupação para os reguladores e mercado de capitais de modo geral.

De acordo com Spamann e Hao Guo⁵⁶⁰, os investidores de varejo tendem a ser prejudicados em detrimento dos investidores

557 GAHNG, Minmo; RITTER, Jay R.; ZHANG, Donghang. *SPACs*. [S.l.]: The Review of Financial Studies, 2021. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3775847>. Acesso em: 10 nov. 2022.

558 BAZERMAN, Max H.; PATEL, Paresh. *SPACs: What You Need to Know*. [S.l.]: Harvard Business Review, ago. 2021. Disponível em: <https://hbr.org/2021/07/spacs-what-you-need-to-know>. Acesso em: 7 nov. 2022.

559 KURUTZ, Steven. *OK, What’s a SPAC*. Nova Iorque: The New York Times, 2021.

560 SPAMANN, Holger; GUO, Hao. *The SPAC Trap: How SPACs Disable Indirect Investor Protection*. Yale Journal on Regulation, Forthcoming, Harvard Law School John M. Olin Center Discussion Paper n° 1080, 2022, p. 6. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=4135558> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4135558>. Acesso em: 05 nov. 2022.

institucionais que participam das SPACs. Isso porque, após adquirir as *units*, os acionistas podem escolher entre dois caminhos distintos: (i) resgatar suas ações pelo valor de US\$ 10, acrescido de juros, no momento da operação societária; ou (ii) permanecer no investimento.

A análise realizada pelos autores revela que a maioria dos investidores institucionais tende a resgatar o investimento, solicitando o reembolso de seu valor em dinheiro, enquanto os investidores de varejo se mantêm até o De-SPAC. A grande problemática envolvendo essa movimentação, com base em análises empíricas, é o fato de que o valor das *units* pós M&A costuma ser inferior a US\$ 10, o que desencadeia a perda de dinheiro por esses investidores.

Dessa forma, assim como existe um incentivo para que o patrocinador conclua a operação a qualquer custo, igualmente há um incentivo para que o investidor resgate o montante que lhe pertence, potencializando seus lucros. Ademais, esse incentivo tende a aumentar mediante: (i) a possibilidade de que o acionista vote favoravelmente à operação de M&A na assembleia, mas ainda assim solicite o resgate; e (ii) a retirada do limite de 20% para os resgates, desassociando o voto do futuro do investimento⁵⁶¹. Trata-se de inovações conferidas às SPACs, que as diferenciam das operações realizadas na década de 1980.

Nessa mesma linha, os autores defendem:

Embora a identidade dos acionistas SPAC que não resgatam as ações seja geralmente desconhecida, sabemos que os IPOs SPAC são quase exclusivamente subscritos por investidores institucionais que resgatam ou vendem praticamente todas as suas ações antes da operação societária. Portanto, é lógico que os acionistas SPAC não resgatáveis sejam quase exclusivamente investidores de varejo e instituições diferentes e menos sofisticadas (tradução nossa)⁵⁶².

561 Idem.

562 Idem.

A análise dos dados numéricos comprova a conclusão obtida por Spamann e Hao Guo. Utilizando 4 de abril de 2022 como data de corte, apenas 18% das 345 SPACs que concluíram a operação societária desde 2018 foram negociados acima do preço de oferta de IPO, mostrando que o retorno médio acumulado dessas 345 SPACs é de 32,8%⁵⁶³. Nessa perspectiva, faz-se relevante compreender a razão pela qual os investidores de varejo não resgatam seu investimento, mesmo quando a decisão mais racional é optar pelo resgate. Ainda que não exista uma justificativa específica para tanto, ressalta-se que esses investidores não apresentam expertise no mercado de capitais, inclusive não detendo conhecimento suficiente para compreender, por si só, a lógica de preços e incentivos, tal qual os investidores institucionais.

Pensando em todas as controvérsias que envolvem a proteção dos investidores nas SPACs ocorridas nos Estados Unidos, a SEC propôs em 30 de março de 2022 novas regras que demandam uma divulgação de informações mais precisa no IPO das SPACs, assim como na posterior operação societária⁵⁶⁴. A proposta busca, com especial ênfase, combater os conflitos de interesse que permeiam essas operações, como por exemplo os que envolvem os patrocinadores, conforme analisado anteriormente.

Ainda, a SEC conferiu o prazo de 60 dias após a publicação da proposta para o envio de comentários. Caso aprovadas, essas modificações serão um importante avanço na regulamentação do instituto, garantindo maior proteção aos investidores e transparência no processo das SPACs.

563 RENAISSANCE CAPITAL. *SPAC Merger Returns Crumble, Upending the 2022 SPAC Market*. [S.l.]: Renaissance Capital, 2022. Disponível em: <https://ipopro.renaissancecapital.com/reviews/2022SPACReportPro.pdf>. Acesso em: 05 nov. 2022.

564 BREHENY, Brian V. (et al.). SEC proposes significant changes to rules affecting SPACS. [S.l.]: Skadden, Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom LLP, mar. 2022. Disponível em: <https://www.skadden.com/insights/publications/2022/03/sec-proposes-significant-changes-to-rules-affecting-spacs>. Acesso em: 05 nov. 2022.

4.4 DIREITO DE RESGATE DO INVESTIMENTO

Uma das principais preocupações quando se fala em SPAC é a proteção dos investidores. Todavia, segundo manifestações de agentes interessados no mercado das SPACs, tais quais escritórios de advocacia estadunidenses atuantes nessas operações, os mecanismos de proteção vigentes, mais do que suficientes, podem inclusive permitir que a operação societária almejada seja prejudicada, sob o viés financeiro.

De acordo com Barton, essa controvérsia pode ser observada no direito de resgate⁵⁶⁵. Isso porque, se uma parcela significativa de investidores decidir solicitar o resgate de seu investimento simultaneamente, o valor disponível para a realização da operação societária poderá diminuir drasticamente, inviabilizando sua conclusão. Traduzindo essa preocupação em dados numéricos, entre janeiro e julho de 2022 a taxa média mensal de resgate de investimentos em SPACs variou de 7% a 43%, o que já demonstrava um valor significativo⁵⁶⁶. Esse número, todavia, aumentou expressivamente entre julho e novembro, passando para um intervalo entre 43% e 67%⁵⁶⁷.

Ao analisar as razões que podem levar o investidor a optar pelo resgate, o autor menciona que a queda no valor das ações pode ser uma justificativa, sendo o resgate uma garantia ao investidor de que receberá o valor pelo qual as ações foram inicialmente adquiridas (US\$10)⁵⁶⁸. Além disso, outra motivação pode ser a simples discordância da sociedade-alvo escolhida pelos patrocinadores. Por fim, tem sido cada vez mais comum o resgate justificado unicamente

565 BARTON, Roger E. *High redemption rates see SPACs relying on alternative financing*. [S.l.]: Reuters, jan. 2022. Disponível em: <https://www.reuters.com/legal/transactional/high-redemption-rates-see-spacs-relying-alternative-financing-2022-01-14/>. Acesso em: 10 ago. 2022.

566 Idem.

567 Idem.

568 Idem.

pela intenção do investidor de potencializar seu retorno financeiro, conforme analisado anteriormente⁵⁶⁹.

Independentemente da razão que leve a essa decisão, a busca por alternativas para angariar fundos é uma preocupação dos patrocinadores. A principal saída adotada por eles tem sido um financiamento adicional, sob a forma de investimento público em *private equity* (PIPE), contratos de compra a termo ou financiamento de dívida. Os PIPEs, mais comumente escolhidos, são acordos com investidores institucionais, que concordam em adquirir uma porcentagem de ações previamente determinada, muitas das vezes mediante um desconto⁵⁷⁰.

A escolha por esses investidores institucionais se deve ao fato de que conferem maior segurança aos patrocinadores e ao futuro da SPAC, se comparado aos investidores de varejo. Faz-se relevante destacar, para fins dessa constatação, que os investidores de varejo apresentam menos expertise, recursos e, em muitos casos, são mais voláteis, baseando suas decisões em aspectos subjetivos. Por conta dessas características, poderiam facilmente ser compelidos a desistir do investimento, havendo pouca segurança em suas ações.

Ilustrando esse problema, a SPAC Virgin Orbit enfrentou diversas solicitações de resgate, representando 82,3% das ações da empresa. Assim, para que a operação fosse concluída, foi necessária a obtenção de US\$ 160 milhões, por meio de investimento PIPE, compensando o valor perdido por conta dos pedidos de resgate.

4.5 MITOS ENVOLVENDO AS SPACS

A controvérsia apresentada nesse tópico foi levantada por Coates, que criou o conceito de mitos jurídicos (*legal myths*)⁵⁷¹. Segundo

569 Idem.

570 Idem.

571 COATES, John C. *SPAC Law and Myths*. [S.l.]: Harvard Law School, fev. 2022. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=4022809>. Acesso em: 07 nov. 2022.

ele, esses mitos podem ser compreendidos como conselhos jurídicos sobre o direito aplicável, que apesar de comprovadamente incorretos, são plausíveis aos ouvidos do cliente final e costumam ser utilizados inclusive por profissionais altamente treinados.

O primeiro mito se refere ao argumento de que prognósticos e projeções (*forecasts and projections*) são banidos em IPOs convencionais, porém permitidos nessa modalidade de investimento⁵⁷². Segundo ele, não existe nenhuma norma ou regulamentação legal que proíba a realização de projeções nos IPOs⁵⁷³. Ou seja, em uma perspectiva prática, essas análises costumam ser realizadas de forma frequente, porém não são incluídas nas ofertas, uma vez que não se trata de uma informação do emissor, mas sim uma projeção do banco. Dessa forma, a alegação de que as SPACs são mais efetivas ou vantajosas pela possibilidade de realização dessas projeções não é verdadeira⁵⁷⁴.

O segundo mito, nos termos do autor, é a afirmação de que uma das vantagens das SPACs com relação ao IPO é a menor exposição perante a lei de valores mobiliários, visto que o seguro do PSLRA (*PSLRA safe harbor for forward-looking statements*) para declarações prospectivas se aplica no contexto do De-SPACs, mas não no IPO convencional. Para fins de contextualização, trata-se de um dispositivo legal que elimina ou reduz a responsabilidade do agente em casos de imprecisão de alguma informação fornecida quando: (i) a declaração for acompanhada por “declarações de advertência significativas”, ressaltando fatores que podem causar resultados diferentes daqueles inicialmente indicados; ou (ii) não for comprovado que houve uma intenção real de engano por parte do autor da declaração⁵⁷⁵.

De fato, embora o mecanismo se aplique ao IPO da SPAC, porém seja excluído das hipóteses de IPO convencional, também não se

572 Idem.

573 Idem.

574 Idem.

575 DYKEMA. *Is Your Forward-Looking Statement Safe Harbor Safe?*. [S.l.]: Dykema, [s.d.]. Disponível em: <https://www.dykema.com/news-insights/is-your-forward-looking-statement-safe-harborsafe.html#:~:text=The%20safe%20harbor%20provides%20that,to%20differ%20materially%20from%20those>. Acesso em: 07 nov. 2022.

enquadra no De-SPAC, uma vez que já existe uma companhia aberta e operacional constituída, sujeita a regras de divulgação de informações específicas. Já a respeito do terceiro mito, um dos mais populares, o autor acredita que o processo de registro de uma SPAC perante a SEC não é mais célere, se comparado ao de um IPO convencional. Esse argumento, inclusive, foi combatido por Bill Hinman, ex-diretor da divisão de finanças corporativas da SEC (*Division of Corporation Finance*), nos seguintes termos:

Em termos de revisão de uma SPAC e do processo pelo qual um emissor SPAC passaria, realmente não há um atalho perante a SEC. As finanças devem ser as mesmas que vemos no IPO. O processo de revisão seria muito, muito semelhante [...]. Esperamos que [...] as pessoas envolvidas em “*deSPACing transactions*” [...] sejam cuidadosas sobre as divulgações. Nós [ou seja, a equipe da SEC] revisaremos essas divulgações (tradução nossa)⁵⁷⁶.

O quarto mito, por sua vez, foca nas mudanças relativas às regras contábeis das SPAC pela SEC em 2021. Nessa perspectiva, alega-se que as mudanças contábeis propostas pela SEC forçaram muitas empresas a rerepresentarem suas declarações financeiras. Entretanto, o objetivo da manifestação da SEC, na perspectiva do autor, foi tão somente minimizar a falta de cuidado conferida pelos profissionais que atuam com as operações SPAC, evitando que cometam erros considerados básicos.

Com a recente popularização desse instituto, cada vez mais profissionais foram atraídos para o universo das SPACs, o que, como consequência, atraiu mais atenção do mercado para os termos de seus contratos, bem como para as regras contábeis a eles aplicáveis. Portanto, Coates compreende que as normas apresentadas pela SEC

576 SOYOUNG, Ho. *SPACs are hot but SEC is watching*. [S.l.]: Thomson Reuters Tax & Accounting, out. 2020. Disponível em: <https://tinyurl.com/mrxdmr9x>. Acesso em: 07 nov. 2022.

não propuseram a criação de inovações ou alterações, mas apenas reforçaram padrões contábeis adequados. Ou seja, em suas palavras, “o mito é a afirmação de que o pessoal ‘mudou’ as regras, quando a verdade é que as regras não mudaram, apenas a atenção às regras sim (tradução nossa)”⁵⁷⁷.

Por fim, o quinto mito indica que a SEC foi a responsável pela queda no mercado de SPAC verificada no final do ano de 2021. Após realizar uma análise empírica da atuação da SEC nessas operações, o artigo conclui que não há qualquer mudança que demonstre uma intenção de ‘matar’ as SPACs, sendo essa acusação uma forma de culpar o regulador pelas falhas no próprio mecanismo.

Em contrapartida, uma análise crítica que compara as SPACs com suas predecessoras, as companhias em branco, evidencia que o papel da SEC pode ser determinante para inviabilizar a utilização de um instituto jurídico. Por mais que, a princípio, não existam indícios suficientes para a conclusão de que o regulador busca essa finalidade, um enrijecimento das normas aplicadas a essas operações pode, a longo prazo, culminar nesse fim.

4.6 COMETIMENTO DE FRAUDES E DECLÍNIO DAS SPACS EM 2022

Em 29 de julho de 2021, Trevor Milton, fundador da SPAC Nikola, recebeu acusações na esfera criminal e cível pela procuradoria dos Estados Unidos da América e pela SEC. O fato gerou repercussão internacional, visto que Milton é uma das figuras mais importantes quando se fala na recente popularização das SPACs. De acordo com a acusação, ele enganou os investidores a respeito da tecnologia dos veículos movidos a bateria e hidrogênio da sociedade-alvo VectorIQ, parte da operação societária realizada com a SPAC⁵⁷⁸.

577 COATES, John C. *SPAC Law and Myths*. [S.l.]: Harvard Law School, fev. 2022. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=4022809>. Acesso em: 07 nov. 2022.

578 EWING, Jack. *Founder of Electric Truck Maker Is Convicted of Fraud*. Nova Iorque: The New York Times, 2022. Disponível em: <https://www.nytimes.com/2022/10/14/business/trevor-milton-nikola-fraud.html>. Acesso em: 06 nov. 2022.

Milton alegou ser inocente e, após concordar com o pagamento de US\$ 100 milhões em fiança, foi liberado⁵⁷⁹. Nessa mesma linha, desde janeiro de 2020 mais de 20 processos investigativos foram instaurados por parte da SEC, demonstrando sua atuação cada vez mais ativa na busca por averiguar atividades ilícitas no processo das SPACs⁵⁸⁰.

Inclusive, mediante essa posição, bem como pela veiculação na mídia de casos de fraudes e conflitos de interesse envolvendo essas operações, os bancos têm buscado se afastar das SPACs, o que pode ser compreendido como uma das possíveis justificativas para sua queda recente⁵⁸¹. Isso tem ocorrido por conta do receio de que possam ser responsabilizados pelas projeções financeiras exageradas que fazem com relação à sociedade-alvo⁵⁸².

Conforme analisado anteriormente, o não enquadramento dessa modalidade de investimento nas regras de responsabilidade civil da Seção 11 do *Securities Act* de 1933 passa a sensação de impunidade, estimulando esses agentes a conferirem cada vez menos importância para a condução de uma auditoria legal com seriedade. Essa impunidade, por sua vez, é um risco principalmente para os investidores de varejo, maiores afetados por conta de sua condição intrínseca de vulnerabilidade.

Por fim, é importante ressaltar análise realizada pelo Harvard Business Review, com relação ao conteúdo divulgado na mídia ao longo do ano de 2010, a respeito das SPACs do período. De acordo com os dados, apesar de ter sido um ano em que o número de operações foi significativo, 70% dos artigos da mídia que falavam sobre o tema

579 SORKIN, Andrew Ross; KARAIAN Jason; KESSLER, Sarah; GANDEL Stephen; HIRSCH, Lauren; LIVNI Ephrat. *SPACs on Trial*. Nova Iorque: The New York Times, 2021. Disponível em: <https://www.nytimes.com/2021/07/30/business/dealbook/spacs-fraud.html>. Acesso em: 06 nov. 2022.

580 GOLDSTEIN, Matthew. *SPACs Were All the Rage. Now, Not So Much*. Nova Iorque: The New York Times, jun. 2022. Disponível em: <https://www.nytimes.com/2022/06/02/business/spacs-inflation-regulation.html?searchResultPosition=17>. Acesso em: 06 nov. 2022.

581 Idem.

582 Idem.

detinham uma conotação negativa⁵⁸³. Ainda que o mercado de capitais enfrente outro cenário na atualidade, e as SPACs se mostrem populares e vantajosas por muitas perspectivas, não se pode deixar de considerar as opiniões contrárias ao instituto, que o consideram prejudicial aos investidores e uma oportunidade fracassada de negócio.

Nessa linha, relatório divulgado pelo escritório norte-americano White & Case⁵⁸⁴ revela que houve um declínio de 88,6% no número de operações societárias De-SPAC, nos Estados Unidos, considerando como recorte de tempo os primeiros nove meses de 2022. Segundo a análise, a motivação para essa queda foi a combinação entre taxas de juros crescentes, alta da inflação e contração nos mercados de dívida.

Ademais, o valor angariado em De-SPACs até o final de setembro de 2022 foi de US\$ 38,56 bilhões, montante significativamente inferior ao observado no mesmo período de 2021 (US\$ 341 bilhões). O mesmo movimento pode ser observado no valor capturado pelos IPOs de SPACs, que nos primeiros nove meses de 2021 atingiu US\$ 95 bilhões nos Estados Unidos, enquanto em 2022, em data equivalente, apenas US\$ 6,60 bilhões.

Com relação à quantidade de operações, em 2021 foram anunciadas 161 SPACs, contrastando com somente 74 anúncios em 2022. Além disso, 264 IPOs foram notificados em 2021, número muito superior aos 58 anúncios realizados neste ano.

Por mais que existam análises que buscam compreender o motivo dessa queda, não há certeza a respeito dos fatores que a impulsionaram. Se, por um lado, muitos críticos já previam que isso ocorreria no longo prazo, mediante todas as desvantagens e controvérsias desse instituto, por outro, muitos defensores argumentavam em sentido oposto.

583 NAUMOVSKA, Ivana. *The SPAC Bubble Is About to Burst*. [S.l.]: Harvard Business Review, fev. 2021. Disponível em: <https://hbr.org/2021/02/the-spac-bubble-is-about-to-burst>. Acesso em: 06 nov. 2022.

584 WHITE & CASE. *US de-SPAC & SPAC data & statistics roundup*. [S.l.]: White Case, nov. 2021. Disponível em: <https://www.whitecase.com/sites/default/files/2022-11/us-spac-de-spac-data-statistics-round-up.pdf>. Acesso em: 07 nov. 2022.

5. REGULAÇÃO NO BRASIL

Ao contrário do que se observa nos Estados Unidos, as SPACs não têm demonstrado grande popularidade no Brasil. Isso fica evidente tanto pela ausência de posicionamento concreto por parte dos reguladores a respeito do tema, quanto pela inexistência de operações cujo IPO ocorreu no país, seguindo as normas e formalidades da CVM.

Nessa perspectiva, apesar de existirem SPACs realizadas em outras jurisdições, visando a aquisição de uma empresa brasileira, estas não podem ser consideradas SPACs nacionais, tendo em vista que não são listadas na B3 e não seguem os procedimentos da CVM. A título exemplificativo, a XPAC foi lançada pela XP no ano de 2021, angariando US\$ 200 milhões na bolsa de valores norte-americana Nasdaq, com o objetivo de investir em uma empresa nacional⁵⁸⁵.

Após o levantamento de fundos, foi escolhida a companhia de biotecnologia SuperBac, fundada em 1995 por Luiz Chacon e especializada em pesquisa para o desenvolvimento de soluções e conhecimento a partir de bactérias do ecossistema⁵⁸⁶. Por mais que a sociedade-alvo tenha sido uma companhia brasileira, todas as etapas da captação foram realizadas nos termos da legislação e regulamentação norte-americana.

O mesmo ocorreu com a empresa de investimentos Valor Capital Group, que levantou US\$ 230 milhões (sendo US\$ 200 milhões fruto do IPO realizado na Nasdaq e US\$ 30 milhões em lote adicional) e pretendia adquirir uma empresa brasileira⁵⁸⁷. Nesse caso, o foco eram

585 EQUIPE INFOMONEY. *XP levanta US\$ 200 milhões para seu primeiro SPAC*. São Paulo: Infomoney. Publicado em 30 jul. 2021. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/negocios/xp-levanta-us-200-milhoes-para-seu-primeiro-spac/>. Acesso em: 20 set. 2022.

586 CAMPOS, Álvaro. *Companhia 'cheque em branco' da XP compra SuperBac, que será listada na Nasdaq*. São Paulo: Valor Investe. Publicado em 26 abr. 2022. Disponível em: <https://valorinveste.globo.com/mercados/renda-variavel/empresas/noticia/2022/04/26/companhia-cheque-em-branco-da-xp-compra-superbac-que-ser-listada-na-nasdaq.ghtml>. Acesso em: 20 set. 2022.

587 PRADO, Matheus. *Gestora levanta US\$ 230 milhões com SPAC na Nasdaq e quer investir no Brasil*. São Paulo: CNN. Publicado em 25 mai. 2021. Disponível em: <https://www.cnn.com>.

companhias de tecnologia que operassem de forma diversificada, abrangendo diversos segmentos do mercado.

Apesar dos exemplos citados acima, nenhuma SPAC foi listada, conduzida e concluída unicamente nos termos do ordenamento jurídico nacional, o que indica uma diferença significativa entre o movimento realizado nos Estados Unidos e o atual cenário brasileiro. No âmbito nacional, a única empresa listada na CVM com a intenção de realizar uma SPAC foi a Alvarez & Marsal Investimentos (“Alvarez & Marsal”).

Em 8 de dezembro de 2021, a companhia divulgou fato relevante ao mercado de capitais, informando que, em 30 de novembro de 2021, foi deferido pela CVM o registro de companhia aberta, categoria “A” da SPAC⁵⁸⁸. De acordo com a comunicação, a Alvarez & Marsal Holdings LLC atuaria como administradora da operação, na qualidade de patrocinadora⁵⁸⁹.

Além disso, a respeito da estrutura, o documento menciona que a escolha pela SPAC se deve ao fato de que essa modalidade possui o propósito de dinamizar o acesso ao mercado de capitais, bem como que a sociedade-alvo será identificada em momento oportuno. Por fim, também indica a pretensão de realizar uma oferta pública com esforços restritos, destinada apenas a investidores profissionais.

Mediante a divulgação do Fato Relevante, houve uma ampla veiculação na mídia de que a primeira SPAC brasileira seria realizada, captando cerca de R\$ 1 bilhão de reais⁵⁹⁰. Após dois anos, de acordo

cnnbrasil.com.br/business/gestora-levanta-us-230-milhoes-com-spac-na-nasdaq-e-quer-investir-no-brasil/. Acesso em: 20 set. 2022.

588 ALVAREZ & MARSAL. *Fato Relevante divulgado pela Alvarez & Marsal Investimentos I S.A.* [S.l.]: Alvarez & Marsal, dez. 2021. Disponível em: <https://portal.mzgroup.com/fatosrelevantes/fato-relevante-139/>. Acesso em: 15 set. 2022; REUTERS.

589 Idem.

590 TAUHATA, Sérgio. Spacs para investir no Brasil captam R\$ 10 bi. São Paulo: Valor Econômico. Publicado em 03 set. 2021. Disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2021/09/03/spacs-para-investir-no-brasil-captam-r-10-bi.ghtml>. Acesso em: 15 set. 2022. A Instrução em questão foi revogada pela Resolução CVM 160, conforme detalhamento abaixo.

com o Formulário de Referência disponibilizado em 31 de maio de 2023, a companhia reforça:

Considerando a vasta experiência da A&M no ambiente de negócios brasileiro, estamos convencidos de que a criação do 1º SPAC brasileiro ocorrerá em um momento oportuno, pois acreditamos que há uma oportunidade única de aproveitar o ambiente econômico de recuperação pós-pandemia e reformas. (...) Atualmente vemos um grande universo de empresas-alvo no Brasil, com uma concorrência limitada de outras SPAC's, dado que de acordo com a Bloomberg e Dealogic, em 17 de abril de 2022 haviam apenas 12 SPAC's na América Latina em comparação com aproximadamente 608 nos Estados Unidos em busca de empresas-alvo, o que nos dá confiança de que vamos poder nos beneficiar de termos de aquisição favoráveis⁵⁹¹.

Nessa mesma linha, a respeito de sua estratégia, alega que pretende identificar e completar uma combinação de negócios com uma empresa alvo brasileira, em setor ainda não definido⁵⁹². Em complemento, entende que as SPACs são mais flexíveis e vantajosas que um IPO tradicional, visto que sua estrutura facilita a execução de transações de grande porte, angariando capital para a *target* e os acionistas vendedores, que também podem ser impulsionados por meio dos investidores PIPEs, cujo papel foi abordado ao longo do presente artigo⁵⁹³.

A respeito de sua estratégia, o documento expõe que, até o momento, a companhia não selecionou nenhuma *target*, bem como não realizou proposta de combinação de negócios⁵⁹⁴. Ainda,

591 ALVAREZ & MARSAL RI. *Formulário de referência*. Publicado em 31 mai. 2023. Disponível em: <https://www.aminvestimentos.com.br/>. Acesso em: 15 set. 2023.

592 Idem.

593 Idem.

594 Idem.

é interessante observar que, no que diz respeito aos obstáculos do negócio, a companhia classifica a ausência de regulamentação no Brasil a respeito das SPACs como um fator potencialmente gerador de inseguranças jurídicas⁵⁹⁵. Em conclusão, mesmo mediante o aval da CVM, não houve avanço da Alvarez & Marsal na concretização da primeira SPAC brasileira, ainda que a companhia continue reforçando seu comprometimento com a realização dessa transação⁵⁹⁶.

5.1 POSICIONAMENTO DOS AGENTES ATUANTES NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

No dia 10 de março de 2021, a CVM divulgou ao mercado o Edital da Audiência Pública nº 02/21, apresentando algumas propostas de inovação para a regulamentação das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários. A respeito das SPACs, o documento assegura que a lei brasileira não impede a realização dessas operações, solicitando que o mercado contribua com comentários a respeito da possibilidade de que o público-alvo dessas ofertas seja limitado, inicialmente, apenas a investidores qualificados⁵⁹⁷.

Segundo o regulador, essa limitação foi pensada a partir da observação de que os fundos de investimento em participações (FIP), em muitos aspectos, assemelham-se com as SPACs⁵⁹⁸. Dessa forma, durante os 18 primeiros meses o investimento seria restrito aos investidores institucionais, podendo, após esse período, alcançar os investidores de varejo⁵⁹⁹.

595 Idem.

596 Alvarez & Marsal RI. *Formulário de referência*. Disponível em: <https://www.aminvestimentos.com.br/>. Acesso em 15.09.2023.

597 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). *Edital de Audiência Pública SDM nº 02/21*. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2021/sdm0221.html. Acesso em: 24 out. 2022.

598 Idem.

599 Idem.

Dando continuidade para a consulta, a CVM determinou que o prazo máximo para manifestação seria o dia 8 de agosto de 2021. Ao final desse período, foram contabilizadas 37 manifestações, que, em linhas gerais, apresentam quatro preocupações centrais, que serão detalhados a seguir: (i) proteção aos investidores; (ii) proteção do mercado de capitais e garantia de boas práticas de governança; (iii) ajuste das normas da CVM para adaptar as exigências legais para o contexto das SPACs; e (iv) discussão a respeito da melhor estrutura prática para instrumentalizar as SPACs, visto que são similares aos FIP.

Inicialmente, foi ponderada a necessidade de realização de estudo de viabilidade no âmbito do instituto. Em linhas gerais, todas as manifestações dispensaram a realização do estudo, reconhecendo que a SPAC não é uma empresa pré-operacional como as demais – há, todavia, uma exceção para essa recomendação, possibilitando que o estudo seja solicitado no momento da operação societária.

Ou seja, nos termos da Instrução CVM n° 400⁶⁰⁰, era necessário um estudo de viabilidade para as empresas consideradas pré-operacionais, uma vez que elas não apresentam histórico e dados numéricos suficientes para fundamentar a decisão dos investidores. Em complemento, de acordo com a Instrução CVM n° 480⁶⁰¹, somente seriam consideradas pré-operacionais as companhias que não apresentam receita proveniente de suas operações. As SPACs, todavia, justamente por não exercerem atividade operacional, são incapazes de apresentar receita. Nesses termos, as manifestações compreendem, de forma geral, que deve ser criada uma categoria de empresa pré-operacional, considerando as peculiaridades das SPACs.

Já no que se refere aos investidores, dois posicionamentos podem ser observados: (i) a necessidade de restrição a investidores profissionais em qualquer hipótese; e (ii) a possibilidade de que, desde o início, os investidores em geral possam participar, contanto que haja o direito de reembolso ou resgate das ações. Como conclusão, foi indicada a necessidade de fixação do prazo de 18 meses para que

600 Revogada pela Resolução CVM 160.

601 Revogada pela Resolução 80/22.

seja desenvolvido um histórico de precificação e resultado das SPACs, para que, apenas após esse período, investidores de varejo possam ingressar na modalidade, revelando que a proteção aos investidores é um valor inegociável para o mercado de capitais brasileiro.

A respeito do formulário de referência, conclui-se que algumas exigências devem ser adaptadas, pois não são compatíveis com as SPACs em seu atual formato. Ou seja, enquanto parte dos interessados sugere que não sejam exigidas demonstrações financeiras porque essas empresas não apresentam atividade, há também os que indicam a possibilidade de adaptação de tais documentos, de modo que o período a ser abrangido pelas demonstrações auditadas seja modulado.

Após analisar as manifestações, a CVM decidiu editar as Resoluções 160, 161 e 162. Especificamente a respeito das SPACs, o artigo 85 da Instrução CVM nº 160 retira a obrigatoriedade de estudo de viabilidade e restringe a emissão de ações por SPACs a investidores institucionais, que poderão negociá-las em mercado secundário pelo prazo mínimo de 6 meses após o De-SPAC⁶⁰². Ainda que as mudanças tenham sido pontuais, é possível observar um avanço da CVM na tentativa de regulamentar as SPACs.

Em paralelo com a Audiência Pública nº 02/21, no dia 25 de janeiro de 2020 foi realizada a Audiência Particular nº 18.618, para discutir a implementação das SPACs no Brasil, solicitada por João Paulo Minetto, sócio do Demarest Advogados⁶⁰³. Contudo, desde então, nenhum dado ou avanço sobre a questão foi divulgado ao mercado.

Por fim, em 2023, a Resolução CVM 160 foi alterada por meio das Resoluções 180 e 183, a respeito das ofertas públicas de distribuição primária e secundária de valores mobiliários. Nessa perspectiva, enquanto a Resolução 180 propôs ajustes visando otimizar e

602 BRASIL. *Instrução CVM 161 da Comissão de Valores Mobiliários, de 13 de julho de 2022*. Dispõe sobre o registro de coordenadores de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários e sobre as regras, procedimentos e controles internos a serem observados na intermediação de tais ofertas. <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol161.html>. Acesso em: 15 set. 2023.

603 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). *Audiência Particular nº 18618*. [S.l.]: Comissão de Valores Mobiliários, 2020. Disponível em: https://sistemas.cvm.gov.br/index.asp?audiencia_id=18618. Acesso em: 25 out. 2022.

desburocratizar as ofertas de valores mobiliários, a Resolução 183 alterou a regulação dos *Brazilian Depositary Receipts* (BDRs)⁶⁰⁴. Assim, em conclusão, embora a CVM demonstre uma tentativa de desenvolvimento com relação as ofertas de valores mobiliários, não foram implementados ajustes capazes de estimular, de forma significativa, o desenvolvimento das SPACs no Brasil.

5.1.1 B3

A B3, por sua vez, surpreendeu o mercado ao divulgar, em 6 de abril de 2022, um guia para a criação das SPACs no Brasil. Em suma, o documento indica a inexistência de qualquer impedimento legal ou empecilho regulatório para sua implementação no país⁶⁰⁵. De acordo com Flavia Mouta, diretora de emissões da B3, o objetivo do relatório foi propor um debate sobre a questão, trazendo um panorama geral sobre suas principais formalidades⁶⁰⁶.

Dentro das orientações apresentadas, recomenda-se a aprovação da operação em sede de assembleia geral, assim como a presença de algumas cláusulas essenciais no estatuto social, notadamente a respeito do ressarcimento do valor correspondente aos aportes efetuados no IPO, proporcionalmente aos recursos depositados em conta garantia. Além disso, é reforçada a necessidade de divulgação de informações precisas no Formulário de Referência, Prospecto ou Fato Relevante.

604 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). *CVM ajusta regras de emissores e de ofertas*. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/cvm-ajusta-regras-de-emissores-e-de-ofertas>. Acesso em: 15 set. 2023; COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). *CVM edita normas sobre BDR*. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/cvm-edita-normas-sobre-bdr>. Acesso em: 15 set. 2023.

605 B3. *SPACs: Práticas Internacionais e Aspectos de Governança*. [S.l.]: B3, Informação Pública, abr. 2022. Disponível em: <https://www.b3.com.br/data/files/C9/64/59/46/5FFFF7104532BBF7AC094EA8/Relatorio%20SPACs.pdf>. Acesso em: 24 out. 2022.

606 Idem.

Por fim, também abordando o momento posterior ao IPO, recomenda-se que a operação de M&A realizada seja o mais transparente possível, bem como que os valores angariados não sejam utilizados para o pagamento de honorários advocatícios, custos com a auditoria legal ou pagamento de assessores financeiros e jurídicos. Nota-se, por trás de cada recomendação, uma preocupação explícita com a proteção dos investidores e garantia de um mercado de capitais saudável e bem-informado.

Seis meses após a divulgação do relatório, ainda não houve uma posição oficial por parte da CVM, conforme visto no item anterior. Além disso, não há perspectivas ou confirmações, no curto prazo, de uma intensificação do debate a respeito da matéria, tanto pelos reguladores quanto pela doutrina.

6. CONCLUSÃO

As SPACs, conforme compreendido a partir de sua reconstrução histórica, não são uma novidade no mundo jurídico. Originadas a partir de suas predecessoras *Blank Check Companies*, foram transformadas ao longo do tempo, mediante o esforço conjunto dos agentes de mercado, na tentativa de criar um instituto jurídico que fosse aprovado no crivo da SEC.

A análise do nascimento e declínio das *Blank Check Companies* suscita reflexões a respeito do papel dos agentes reguladores, que além de proteger os bens jurídicos relevantes para seus respectivos ordenamentos jurídicos, notadamente a proteção aos investidores no caso das SPACs, também exercem grande influência no oferecimento de incentivos ou desincentivos para que o mercado de capitais progrida.

Nessa perspectiva, para além de um fenômeno no mundo dos negócios, que angariou defensores e críticos ao redor do mundo, o caso das SPACs também apresenta ensinamentos sobre a importância do equilíbrio entre proteção e liberdade, assim como entre regulamentação ou mitigação. Isso porque, embora preocupações

legítimas demandassem a atuação da SEC na regulamentação dessas transações, não se pode negar que a excessiva interferência desses agentes contribuiu para o desestímulo de sua utilização.

Conforme os dados citados no capítulo quatro, o número de IPOs de SPACs anunciados em 2022 caiu 93%, se comparado aos anúncios de 2023. Se por um lado é possível argumentar que esse dado prevê o fim das SPACs no longo prazo, por outro é possível compreender que o mercado é cíclico, sendo natural que determinados institutos jurídicos, modalidades de investimento e estratégias de negócio se popularizem e caiam no esquecimento com o passar do tempo, até que voltem a fazer sucesso novamente no futuro.

Além disso, a compreensão a respeito das controvérsias jurídicas das SPACs também revela preocupações cíclicas do mercado, como por exemplo: proteção dos investidores, responsabilização dos agentes financeiros, conflito de interesses, embate entre incentivos financeiros e proteções legais, assim como o papel crescente da mídia nas transações envolvendo valores mobiliários, em âmbito nacional ou internacional. Estudar essas temáticas ultrapassa o campo das SPACs, permitindo a formação de um panorama que revela o bem jurídico tutelado pelo direito, aquilo que é fundamental para os agentes reguladores e que será prioridade em qualquer transação no mercado de capitais, ainda que em nada se relacionem com as SPACs.

Já com relação ao Brasil, é interessante notar que a queda das SPACs em âmbito internacional se manifestou antes mesmo do instituto se popularizar no Brasil. Até o momento, nenhum IPO de SPAC brasileiro foi realizado no âmbito do ordenamento jurídico nacional, muito embora, mesmo após dois anos desde a autorização da CVM, a Alvarez & Marsal continue reforçando seu compromisso em realizar a primeira SPAC brasileira. Mediante esse cenário, nota-se que a ausência de precedentes impossibilita a compreensão de como essas operações serão tratadas pelo direito brasileiro – caso venham a, de fato, ser implementadas no país.

A própria CVM, enquanto agente regulador, não adotou providências concretas sobre a questão, conforme foi visto. Muito

embora as SPACs tenham surgido nos Estados Unidos a partir do esforço de agentes do mercado, é cada vez mais difícil imaginar um cenário em que os agentes brasileiros se sintam incentivados a mover forças para que o instituto seja implementado no Brasil, visto que sua popularidade é cada vez menor nos países pioneiros e mais experientes em sua realização.

Apesar de seus altos e baixos, as SPACs continuam gerando debate e angariando defensores e críticos ao redor do mundo, o que impossibilita o atingimento de conclusões definitivas a respeito de seu futuro. Dessa forma, a experiência prática e o tempo serão necessários para que se possa afirmar, com certeza, se o futuro das SPACs é ou não promissor.

O PARADOXO ENTRE A PREVISÃO DE *DEAL PROTECTION DEVICES* E O CUMPRIMENTO DOS DEVERES FIDUCIÁRIOS PELOS ADMINISTRADORES EM OPERAÇÕES DE FUSÃO E AQUISIÇÃO (M&A).

THE PARADOX BETWEEN THE PROVISION OF *DEAL PROTECTION DEVICES* AND THE FULFILLMENT OF FIDUCIARY DUTIES BY DIRECTORS IN MERGER AND ACQUISITION (M&A) TRANSACTIONS.

Gabriela Moreira Cicillini (USP, Ribeirão Preto)

RESUMO

No decorrer de uma operação de fusão e aquisição (M&A), é possível, e frequente, que sejam previstas cláusulas que visam proteger o primeiro proponente (*finder*), denominadas de *deal protection devices*, as quais atuam tanto para estimular que uma oferta inicial seja realizada quanto para compensar os custos significativos que o *finder* incorre. Para que esses instrumentos sejam estipulados, é necessário que os administradores da empresa-alvo autorizem a inclusão de tais disposições, ato este que, por sua vez pode ser considerado como contrário aos interesses da companhia, ou seja, como uma violação aos deveres fiduciários, levando-nos a um paradoxo: ao passo que os *deal protection devices* são ferramentas responsáveis por incentivar a primeira oferta, sua estipulação pode resultar em alegações de quebra dos deveres fiduciários por parte dos administradores. Desse modo, tendo em vista que a cláusula de exclusividade e a *break-up fee* são os *deal protection devices* mais conhecidos e frequentes no contexto brasileiro, por meio de pesquisas bibliográficas e documentais, o intuito deste artigo é analisar de maneira pormenorizada como e por que surge esse paradoxo, explicando as principais objeções e esmiuçando, para isso, os deveres fiduciários, a cláusula de exclusividade e a *break-up fee*, para, em momento posterior, apresentar *cases* que refletem como

a questão é lidada na prática, inclusive apontando as hipóteses em que incide o *business judgment rule*, visando concluir qual a tendência da doutrina e jurisprudência brasileira sobre o tema.

Palavras-Chave: Fusões e Aquisições; Paradoxo; Deveres Fiduciários; *Deal Protection Devices*; Exclusividade; *Break-up fee*; *Business Judgment Rule*.

ABSTRACT

During the course of a merger and acquisition (M&A) transaction it is possible, and frequent, that clauses that aim to protect the first bidder (finder) are foreseen, called deal protection devices, which act both to stimulate that an initial offer is made and to compensate the significant costs that the finder incurs. For these instruments to be stipulated, it is necessary that the directors of the target authorize the inclusion of such provisions, which in turn may be considered as contrary to the interests of the company, that is, as a breach of fiduciary duties, leading us to a paradox: while deal protection devices are the tools responsible for encouraging the first offer, their stipulation may result in allegations of breach of fiduciary duties by the directors. Therefore, considering that the exclusivity clause and the break-up fee are the best known and most frequent deal protection devices in the Brazilian context, by using bibliographical and documental research, the purpose of this article is to analyze in detail how and why this paradox arises, explaining the main objections and unraveling for this purpose, the fiduciary duties, the exclusivity clause and the break-up fee, in order to, at a later stage, present cases that reflect how the issue is dealt with in practice, including pointing out the hypotheses in which the business judgment rule applies, aiming to conclude what is the tendency of Brazilian doctrine and jurisprudence on the subject.

Keywords: Mergers and Acquisitions; Paradox; Fiduciary Duties; Deal Protection Devices; Exclusivity; Break-up Fee; Business Judgment Rule.

INTRODUÇÃO

As operações de M&A, denominadas de *mergers and acquisitions* ou, em português, fusões e aquisições, de maneira geral, compreendem negócios jurídicos ou formas de reorganização societária que objetivam a alienação de participação societária e a consequente expansão de negócios. Os administradores da companhia-alvo, os quais, de uma forma geral, vêm ao longo dos anos adotando uma posição de destaque e liderança, gerenciando de fato as empresas de capital pulverizado, possuem a importante responsabilidade de conduzir a operação, assegurando que os termos e condições negociados espelhem a vontade da companhia que optou pela realização do negócio.

Estes administradores, no âmbito de sua atuação dentro da companhia, devem seguir uma série de deveres, denominados deveres fiduciários, os quais encontram-se previstos em lei, quais sejam o dever de diligência e o dever de lealdade e, mais do que isso, não podem intervir quando existente um conflito entre seus interesses pessoais e os interesses da sociedade, sendo que a violação dos deveres fiduciários e a priorização de seus interesses pessoais em detrimento dos interesses da companhia podem acarretar na sua responsabilização.

Considerando que os deveres fiduciários, tanto no ordenamento jurídico brasileiro quanto no direito norte americano, consistem em padrões de comportamento, a ocorrência, ou não, da violação desses deveres e a existência de conflitos de interesse podem variar de acordo com o caso concreto, sendo certo que as situações envolvendo as operações de M&A não fogem a essa regra, de forma que, atualmente, remanesce discussões quanto a atuação dos administradores nesse cenário, principalmente quando da anuência da estipulação dos denominados *deal protection devices*, senão vejamos.

Dar início às negociações de determinada companhia é um desafio, tendo em vista que o primeiro interessado (*first bidder ou finder*) incorre em significativos custos relacionados ao desbravamento da empresa-alvo, como por exemplo, despesas com advogados,

assessores financeiros, contadores, os custos de oportunidade e o próprio tempo dispendido, custos estes, diretos e indiretos, que, uma vez fracassada a operação, não podem ser recuperados pelo *finder*, tratando-se de *sunk costs*. Dessa forma, para estimular a primeira proposta, os administradores da companhia podem optar por adotar mecanismos que protejam o primeiro interessado. Estes instrumentos são denominados de *deal protection devices*, os quais tem por intuito estimular e preservar a concretização da operação de M&A, ou seja, é uma forma de assegurar o sucesso do negócio. Existem diversos *deal protection devices*, mas neste artigo retrataremos as duas cláusulas mais utilizadas no contexto brasileiro, quais sejam: a cláusula de exclusividade e a *break-up fee*,

Em razão do teor dos mecanismos supra apresentados, qual seja de inibir propostas concorrentes na operação e prever multa compensatória a ser arcada pela companhia-alvo caso não se concretize a operação, os quais inegavelmente beneficiam o interessado e geram possíveis custos para a sociedade, dá-se origem a um paradoxo. Em breve síntese, para estimular a primeira proposta faz-se necessário autorizar instrumentos que beneficiem o *first bidder*, entretanto, estes instrumentos podem ser considerados contrários ao melhor interesse da companhia, afinal eles restringem a possibilidade de a empresa-alvo solicitar, negociar e responder a ofertas concorrentes, ainda que favoráveis, além de determinar o pagamento de multa se verificado determinados “gatilhos”.

Ante o exposto, temos que ao passo que os *deal protection devices* são ferramentas fundamentais para que a operação receba uma oferta inicial, sua previsão pode ocasionar a alegação de violação dos deveres fiduciários pelo administrador, que também está sujeito a enfrentar alegações envolvendo eventual conflito de interesses, quando a concretização da operação puder gerar consequências que lhe são favoráveis.

Assim, dado o contexto ora apresentado, o intuito do presente artigo é analisar como o direito retrata essas implicações quando da estipulação de cláusula de exclusividade e *break-up fee* em contratos de

M&A. Para isso, no primeiro capítulo analisaremos quais são os deveres fiduciários disciplinados no Brasil, além de entendermos o que seria considerado como conflito de interesses e quando os administradores são responsabilizados, enfatizando a regra de não responsabilização do *business judgment rule*.

Tecidas essas considerações, no segundo capítulo serão apresentados os *deal protection devices* e, especificamente, examinaremos as cláusulas de não exclusividade e a *break-up fee*, justamente para entendermos sua funcionalidade dentro da operação de M&A, explorando assim seus conceitos, natureza jurídica e objetivos, o que nos faz entender o porquê é dito que existe um paradoxo.

No terceiro e último capítulo analisaremos casos práticos, além de posicionamentos doutrinários e estudos estatísticos, envolvendo a estipulação de cláusulas de exclusividade e/ou *break-up fees* e operações de M&A, a partir dos quais poderemos depreender a tendência da doutrina e jurisprudência brasileira.

1. OS DEVERES FIDUCIÁRIOS, O CONFLITO DE INTERESSES E A RESPONSABILIZAÇÃO DOS ADMINISTRADORES NO ORDENAMENTO JURÍDICO BRASILEIRO.

Na seção IV, intitulada de deveres e responsabilidades, a Lei 6.404/1976 (Lei das Sociedades Anônimas - LSA) dispõe acerca dos deveres fiduciários dos administradores, os quais são previstos em razão da situação jurídica de poder em que se encontra o administrador da companhia, que pode dispor dos bens da sociedade, tal como um proprietário, haja vista sua função de gestor, proveniente da lei e do estatuto social, nas palavras de Modesto Carvalhosa “o acionista, ao aportar capital na companhia, estabelece com seus administradores uma relação fiduciária, por meio da qual lhes confia total liberdade para controlar e administrar tal patrimônio” (CARVALHOSA, 2011, p. 316)

Os deveres fiduciários se subdividem de dois deveres basilares: (i) o de agir com diligência (*duty of care*), expresso no artigo 153 da LSA e (ii) o de agir com lealdade (*duty of loyalty*), disposto no artigo 155 da LSA. Além disso, a Lei das Sociedades Anônimas estabelece que o administrador deve agir no interesse da companhia, o que se encontra no artigo 154, ainda, veda a intervenção do administrador em caso de conflito de interesses (artigo 156) e disciplina as situações em que os administradores poderão ou não ser responsabilizados. Sob esse prisma, de maneira geral, em virtude dos deveres fiduciários, o administrador encontra-se obrigado a evitar que a sociedade sofra prejuízos devido seus atos ou omissões, sendo vedado que o mesmo aufera benefício próprio, independentemente do efetivo prejuízo da companhia.

Tido como o mais importante e de difícil caracterização, o dever de diligência, inspirado no *standard of care* do direito norte americano, descrito no artigo 153 da LSA, determina que o administrador exerça suas funções com cuidado e diligência “que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração de seus próprios negócios” (BRASIL, 1976). Este dever, portanto, diz respeito a forma de atuação do administrador, sendo um padrão geral de conduta que deve seguido pelo administrador, cuja análise se dá sob uma perspectiva procedimental (CVM, 2006), sendo evidente sua subjetividade. Sob esse prisma, vale destacar que autora Flávia Parente destrincha o dever de diligência em cinco específicos deveres, quais sejam (i) dever de se qualificar para exercer o cargo; (ii) dever de bem administrar a companhia; (iii) dever de se informar, (iv) dever de investigar, isto é, de examinar de forma crítica as informações que lhes são passadas; e (v) dever de vigiar (PARENTE, 2005, p.101-102).

Por sua vez, o dever de lealdade, disposto no artigo 155 da LSA, que, embora próximo, se diferencia do dever de diligência, determina, como o próprio nome infere, que o administrador aja com lealdade. Assim, em resumo, deverá o administrador servir à sociedade não dela se servir, sendo leal a companhia e aos seus interesses. Trata-se de obrigações tanto negativas como positivas, que vão além do

estabelecido em Lei, afinal, o padrão de lealdade é medido conforme o caso concreto, sendo uma “escala móvel, não fixa” (LAMY FILHO; PEDREIRA, 2017, p.822). Ainda, observa-se que dispositivo apresenta vedações, quais sejam:

Artigo 155 [...] I - usar, em benefício próprio ou de outrem, com ou sem prejuízo para a companhia, as oportunidades comerciais de que tenha conhecimento em razão do exercício de seu cargo; II - omitir-se no exercício ou proteção de direitos da companhia ou, visando à obtenção de vantagens, para si ou para outrem, deixar de aproveitar oportunidades de negócio de interesse da companhia; III - adquirir, para revender com lucro, bem ou direito que sabe necessário à companhia, ou que esta tencione adquirir (BRASIL, 1976).

Depreende-se da leitura das vedações supramencionadas que a violação do dever de lealdade relaciona-se a um interesse extra social do administrador, que supera o interesse pelo bem da companhia. Nesse sentido, observa-se que o legislador estabeleceu de forma expressa que o dano não é requisito para que seja caracterizada a violação, ou seja, basta que o administrador aja ou se omita nos termos da lei para que se configure o descumprimento do dever de lealdade. Inclusive, é pacífica a jurisprudência da CVM que entende que o ato lesivo à lealdade deve ser doloso e intencional, senão vejamos:

“(...) ato desleal, em oposição à falta de diligência, que se associa à culpa em sentido estrito, ação ou omissão dolosa do gestor ou administrador, que atua deliberadamente em detrimento dos interesses dos cotistas. É verdade que dessa conduta intencional pode resultar, em certos casos, vantagem indevida para o infrator ou terceiro, mas esse resultado é meramente acidental e eventual, vez que não integra o tipo correspondente à infração.” (CVM, 2018, p.20)

Além disso, frisa-se que, embora não expresso em lei, o direito brasileiro admite um dever geral de lealdade societária, que consiste no dever de lealdade para com os acionistas, desde que não seja divergente⁶⁰⁷ aos interesses da companhia (CARVALHO; ZANIN, 2022, p.79).

Por sua vez, o dever de agir conforme os interesses da Companhia, disposto no artigo 154 da LSA, além de determinar qual deve ser a finalidade das ações do administrador, também estabelece as seguintes vedações:

§2º É vedado ao administrador: a) praticar **ato de liberdade⁶⁰⁸ à custa da companhia**; b) sem prévia autorização da assembleia geral ou do conselho de administração, tomar por **empréstimo recursos ou bens da companhia**, ou usar, em proveito próprio, de sociedade em que tenha interesse, ou de terceiros, os seus bens, serviços ou crédito; c) receber de terceiros, sem autorização estatutária ou da assembleia geral, qualquer modalidade de **vantagens pessoal**, direta ou indireta, em razão do exercício do seu cargo (BRASIL, 1976).

Dessa forma, temos que o poder atribuído ao administrador deve necessariamente ser exercido conforme o interesse da companhia e, mais do que isso, referido interesse é o que orienta e limita a discricionariedade do administrador (LAMY FILHO; PEDREIRA, 2017, p.816), sendo caracterizado o desvio de poder nas hipóteses em que o administrador usar de seu poder e discricionariedade para

607 Nesse sentido, insta mencionar o artigo 154, §1º, que trata do dever de independência do administrador, dispondo que “§ 1º O administrador eleito por grupo ou classe de acionistas tem, para com a companhia, os mesmos deveres que os demais, não podendo, ainda que para defesa do interesse dos que o elegeram, faltar a esses deveres.” (BRASIL, 1976)

608 Em breve síntese, são atos que diminuem o patrimônio da companhia e não resultam em benefício ou vantagem econômica, portanto, são atos contrários a busca do lucro que, em regra, é o principal objetivo de sociedades empresárias.

atingir outros objetivos que não interesse social, interesse este que é justamente a realização do objeto social.

Nota-se, que os conceitos descritos acima, dispostos na LSA, refletem padrões de comportamentos, positivos e negativos, os quais, em vista de sua abrangência e generalidade, conferem ao hermenauta certa liberdade de interpretação (*ibidem*, p.792). Por isso, decisões judiciais envolvendo o tema podem variar conforme o caso, o que torna a presente análise ainda mais importante e relevante.

Além dos deveres supramencionados, a Lei das Sociedades Anônimas regula o conflito de interesses com o objetivo de impedir que o administrador priorize o seu próprio interesse ao invés de privilegiar os interesses da companhia, trata-se do denominado *self-dealing*. Nesse sentido, o artigo 156, embora não conceitue o conflito de interesses, veda expressamente que o administrador interfira em qualquer operação social que tiver interesse conflitante com o da sociedade, bem como na deliberação que tomarem os demais administradores (BRASIL, 1976).

No conflito de interesses, portanto, como bem explica Nelson Eizirik, existe dois interesses contraditórios, o do administrador e o da sociedade, sendo que um não pode ser atendido sem que haja o sacrifício do outro (EIZIRIK, 2015, p.150). Sendo assim, destaca-se que a duplicidade em si não gera necessariamente o conflito de interesses, tendo em vista que este conflito só é relevante se houver a possibilidade do interesse da companhia ser sacrificado, ou seja, se houver a possibilidade de dano, prejudicando o perfazimento do objeto social (LAMY FILHO; PEDREIRA, 2017, p.840). Ademais, observa-se que, conforme observa Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, a doutrina vêm entendendo que se trata de matéria de fato e, portanto, deve ser analisada em cada caso concreto (*ibidem*, p.840).

Por fim, é válido assinalarmos como se dá a responsabilização dos administradores no direito brasileiro, que consta no artigo 158 da LSA. O dispositivo em seu *caput* enuncia que o administrador não será pessoalmente responsável quando, em nome da sociedade, realizar ato

regular de gestão, todavia, será civilmente responsável pelos prejuízos que gerar quando proceder (BRASIL, 1976):

Art. 158. [...] I - dentro de suas atribuições ou poderes, com culpa ou dolo; II - com violação da lei ou do estatuto. (*Ibidem*)

O artigo subsequente – art.159 - versa sobre a ação de responsabilidade e em seu parágrafo sexto, determina expressamente que “o juiz poderá reconhecer a exclusão da responsabilidade do administrador, se convencido de que este agiu de boa-fé e visando ao interesse da companhia” (BRASIL, 1976). Dessa forma, se constatada a boa-fé e a persecução dos interesses sociais, a exclusão da responsabilidade do administrador pode ocorrer ainda que, posteriormente, sua ação se mostre inadequada. Denominada de *business judgment rule*, essa regra parte do ponto de que os administradores possuem uma margem de discricionariedade para que façam escolhas razoáveis em prol da companhia. Sendo assim, não é possível responsabilizá-los, uma vez estando de boa-fé e prezando os interesses da sociedade, por não terem feito a escolha que, posteriormente, se revelou a melhor. Conforme explica Modesto Carvalhosa:

O *business judgment rule* estabelece, na verdade, um padrão de responsabilidade do administrador, ou seja, estabelece a presunção de que, ao decidirem a respeito da realização de determinado negócio, os administradores da companhia agiram, com conhecimento e informações adequados, com boa-fé, acreditando que as suas decisões foram tomadas de maneira a melhor atender aos interesses da companhia. (CARVALHOSA, 2011, p.318)

De acordo com Nelson Eizirik, o *business judgment rule* dá uma maior concretude ao padrão de conduta previsto no dever de diligência, haja vista que permite que o *standard* seja averiguado em casos concretos (EIZIRIK, 2015, p. 126). Além disso, explica o autor que será aplicado o *business judgment rule* quando da ocorrência dos seguintes requisitos: (i) existe uma decisão comissiva, ou seja, não se trata de uma conduta omissiva, (ii) não há interesse financeiro ou benefício pessoal a ser auferido pelo administrador, (iii) o administrador cumpriu o dever de se informar antes de tomar a decisão, (iv) o administrador, pela decisão, perseguiu o interesse social da companhia, e (v) o administrador agiu de boa-fé (*ibidem*, p. 125). Nesse sentido, destaca-se excerto da Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador 2005/1443, o qual apresenta critérios para a aplicação do *business judgment rule*:

- (i) Decisão informada: A decisão informada é aquela na qual os administradores basearam-se nas informações razoavelmente necessárias para tomá-la. Podem os administradores, nesses casos, utilizar, como informações, análises e memorandos dos diretores e outros funcionários, bem como de terceiros contratados. Não é necessária a contratação de um banco de investimento para a avaliação de uma operação;
- (ii) Decisão refletida: A decisão refletida é aquela tomada depois da análise das diferentes alternativas ou possíveis consequências ou, ainda, em cotejo com a documentação que fundamenta o negócio. Mesmo que deixe de analisar um negócio, a decisão negocial que a ele levou pode ser considerada refletida, caso, informadamente, tenha o administrador decidido não analisar esse negócio; e
- (iii) Decisão desinteressada: A decisão desinteressada é aquela que não resulta em benefício pecuniário ao administrador. Esse conceito vem sendo expandido para incluir benefícios que não sejam diretos para o administrador ou para instituições e empresas ligadas

a ele. Quando o administrador tem interesse na decisão, aplicam-se os standards do dever de lealdade (*duty of loyalty*). (CVM, 2006 p.29)

Quando tratamos de uma operação de M&A, existe uma inerente tensão envolvendo os deveres fiduciários do administrador, a existência de conflitos de interesses e a possibilidade de sua responsabilização, questões essas que não estão sujeitas a judicialização. Embora o artigo 136 da LSA estabeleça que as fusões, incorporações e cisões devem ser aprovadas pelos acionistas, inclusive mediante quórum qualificado (acionistas que representem metade, no mínimo, do total de votos conferidos pelas ações com direito a voto, se maior quórum não for exigido pelo estatuto) (BRASIL, 1976), a estipulação dos termos gerais da contratação é realizada pelos administradores, os quais, inclusive, não possuem a obrigação de buscar outras propostas ou de apresentar aos acionistas uma lista de opções. Sendo assim, os acionistas votam a operação proposta e aceita pela administração (GUERREIRO; BUSCHINELLI, 2022, p.124).

Considerando a situação acima exposta, tendo em vista que as discussões se tornam mais intensas quando da autorização pelos administradores da estipulação mecanismos protetivos à parte interessada pela empresa-alvo, a seguir conceituaremos e contextualizaremos esses instrumentos – denominados *deal protection devices* - para, em última instância, analisarmos cases que refletem como na prática o tema é retratado, no intuito de indicar qual a tendência da doutrina e jurisprudência brasileira.

2. OS CUSTOS DO *FINDER* E A PREVISÃO DOS *DEAL PROTECTIONS DEVICES* EM OPERAÇÕES DE M&A.

Os *deal protection devices*, são mecanismos contratuais que tem por objetivo travar (*lock-up*) a operação de M&A em andamento, permitindo e estimulando que ela seja fechada conforme o planejado. Esses instrumentos podem ser subdivididos em duas categorias:

(i) disposições que fixam o pagamento à parte prejudicada pela não concretização da operação, e (ii) disposições que tutelam a operação planejada da intervenção de uma outra operação (GUERREIRO; BUSCHINELLI, 2022, p.122). Nota-se, portanto, que os principais efeitos dos *deal protection devices* são (i) incentivar a realização da primeira proposta e (ii) desencorajar que terceiros façam outras propostas, efeitos esses possuem implicações opostas: ao passo que a indução *ex-ante* para o *finder* aumenta o valor dos negócios, o efeito dissuasor *ex-post* de novas propostas desestimula possíveis *overbids*. Além disso, nota-se que:

As duas maneiras pelas quais as medidas de proteção ao negócio são protetoras se reforçam mutuamente. Quanto mais formidável for a barreira que as medidas de proteção ao negócio erguem contra outros licitantes, maior será a probabilidade (na ausência de invalidação judicial das medidas) de que a transação seja de fato realizada e, portanto, nenhum dano compensável será sofrido. (STRINE JR, 2001, p. 922, tradução nossa)

Sob esse prisma, temos que, a rigor, ao estabelecer os *deal protection devices*, é restringida a possibilidade de a empresa-alvo solicitar, negociar e responder a ofertas concorrentes que lhes são favoráveis, afinal são medidas que protegem, defendem o *finder*, mesmo nas hipóteses em que outros proponentes inexistam, ou seja, trata-se de mecanismos necessariamente defensivos, sendo esta sua natureza.

Disposições dessa natureza obviamente defensiva (por exemplo, *no-shops*, *no-talks*, *termination fees* acionadas pela consumação de uma transação alternativa e *stock options* com o objetivo principal de destruir o tratamento de *pooling* para com outros proponentes) basicamente “protegem” o acordo e

suas partes da possibilidade de que uma transação rival venha a substituí-lo (BALZ, p.528, *tradução nossa*).

Justamente em vista dessa natureza defensiva que resulta no afastamento de potenciais ofertas, há doutrinadores que sustentam a proibição da utilização dos *deal protection devices* e, mais do que isso, há quem entenda que a estipulação de multas pode resultar na atuação desleal por parte dos administradores que poderiam privilegiar determinado proponente (GUERREIRO; BUSCHINELLI, 2022, p.130-131). Por outro lado, há quem veja os efeitos dos *deal protection devices* como positivos e, inclusive necessários.

No Brasil, os *deal protection devices* utilizados com maior frequência nas operações de M&A são a cláusula de exclusividade e a *break-up fee*. Ambas são usualmente estipuladas em benefício do *finder*, devido os esforços e recursos que ele dispense na operação com o intuito “desbravar” a empresa-alvo, antes do fechamento do negócio, que pode não se concretizar.

Estes custos são denominados de *costly courtship* (em português, “custo de namoro”), pois são incorridos para que o *first bidder* possa conhecer a empresa-alvo antes que seja celebrado o “casamento”, isto é, o contrato definitivo, e eles se tornam *sunk costs* quando a operação não se concretiza, ou seja, são custos que uma vez gastos não podem ser reavidos pelo *finder*. Vale pontuar que os custos de namoro, embora abranjam as despesas pecuniárias com advogados, contadores, assessores financeiros, entre outros profissionais, não são somente monetários, afinal, sobre o *finder* incorre, por exemplo, custos de oportunidade que consistem no benefício perdido em razão de determinada escolha e, mais do que isso, o próprio tempo gasto na operação fracassada se torna um custo, afinal são gerados lucros cessantes decorrentes de uma possível operação alternativa potencialmente bem-sucedida (WACHTEL, 1999, p.587). Além disso, vale mencionar os demais custos:

Os custos que podem ser acumulados durante essa fase incluem perda de clientes, rotatividade de funcionários, tempo, despesas judiciais e legais e, o mais importante, a perda de informações privilegiadas sobre uma empresa envolvida na transação. Além desses custos, a incerteza pode aumentar entre funcionários, clientes, fornecedores e outras partes interessadas importantes (BUTLER; SAUSKA, 2014, p.45-46).

Somado aos significativos custos que o *finder* precisa arcar, também há o justo receio de que sua proposta seja utilizada como um *stalking horse* para atrair concorrentes, os quais teriam certa vantagem competitiva por terem ciência da precificação da companhia-alvo pelo *finder*, sem incorrerem a custo algum (CVM, 2020, p.20). O que justifica o pedido, frequente, do *first bidder* pela exclusividade.

No âmbito das operações de M&A, a exclusividade pode ser subdividida em duas cláusulas: *no-shop* e *no-talk*. A disposição *no-shop* estabelece que a empresa-alvo não pode procurar ou solicitar, de forma direta ou indireta, propostas de outros potenciais compradores (GUERREIRO; BUSCHINELLI, 2022, p.123). Por sua vez, a cláusula *no-talk* determina que a empresa alvo ignore eventuais propostas que surjam através de terceiros. Ambas estão de acordo com o ordenamento jurídico brasileiro, pois não contrariam nenhuma obrigação descrita em normas, todavia, podem não atender ao interesse social da companhia, uma vez que seu objetivo, em suma, é impedir que a empresa alvo receba ou avalie novas propostas, as quais potencialmente podem ser melhores que a primeira oferta. Trata-se de um *deal protection device* excludente.

um *deal protection* excludente pode tender a impedir que os acionistas considerem determinada transação. Por exemplo, quando o *board* adota uma cláusula de “*no-talk*”, ele impede a comunicação com outros possíveis *bidders* da empresa. Ao fazer isso, o

board torna menos provável que outros *bidders* se apresentem, reduzindo assim a possibilidade de que os acionistas tenham ofertas alternativas para votar. Dependendo dos fatos do caso, esse *deal protection* pode ser considerado excessivamente excludente. (BALZ, p.530, tradução nossa)

Por sua vez, a *break-up fee* (também denominada de *termination fee*) é um mecanismo que estabelece o pagamento de um valor pré-fixado caso ocorra situações fáticas nela descritas, sendo muito utilizada como uma forma de compensar o interessado pela empresa-alvo quando do fracasso da operação, em razão dos investimentos que este *first bidder* efetuou para que a operação se concretizasse. Nesse sentido, pode ser conceituada como:

Promessa contratual do pagamento de uma soma em dinheiro acordada para o caso de a transação planejada se frustrar por certos motivos contratualmente determinados, que são imputáveis a nenhuma parte, ou que, não sendo imputáveis a nenhuma parte, ainda assim tornam inviável a transação (GUINOMET, 2003, p.20 *apud* ADAMEK, 2022, p.526).

A *break-up fee* é tida um importante instrumento para que seja dado o ponta pé inicial na operação. Isso porque, sua estipulação estimula o *first bidder* a apresentar sua oferta, que ficará mais disposto a arcar com os custos, já mencionados, associados à apresentação da primeira proposta em uma operação de M&A. Nesse sentido, há quem entenda que tais mecanismos trazem conforto e, inclusive, maximiza o valor dos negócios:

Os *deal protections devices* [nos Estados Unidos] proporcionam algum conforto às empresas de que caso assumam o risco de uma transação pública de M&A, elas terão alguma proteção, se, como pode

acontecer, outro ofertante acabar conseguindo o negócio, os órgãos reguladores disserem não, ou os acionistas do vendedor optem por não aceitar a oferta. Esse conforto, muitos acreditam, incentiva mais negócios que maximizam o valor, para o benefício dos acionistas. (RESTREPO; SUBRAMANIAN, 2017, p.80).

Os principais “gatilhos”, isto é, as situações, listadas no contrato, que geram o acionamento da cláusula são: (i) impedimentos ou restrições regulatórios, que vedam ou exigem excessiva contrapartida para que haja a autorização, (ii) alterações normativas supervenientes que impactam as partes, (iii) não obtenção dos recursos financeiros necessários para que ocorra o fechamento do negócio, (iv) desaprovação dos acionistas ou alteração nas recomendações do *board*, (v) ocorrência de hipótese prevista em cláusula MAC, (vi) abandono das negociações, entre outros (BARBOSA, 2022, p.332-333). Vale pontuar que o valor da *break-up fee* poderá variar conforme o gatilho que gerou o insucesso da operação e, mais do que isso, é possível que se acumulem hipóteses, tornando os valores da multa cumulativos (*ibidem*, p.336)

Quando estipulada com a finalidade de compensar o *finder* pelos custos incorridos na operação fracassada, tendo em vista seu caráter indenizatório, no contexto brasileiro, a doutrina majoritária, que inclui os professores Arnoldo Wald e Fábio Ulhôa Coelho, atribui à *break-up fee* a natureza jurídica de cláusula penal compensatória. No entanto, o tema é de certo modo polêmico já que a cláusula pode ser configurada também como multa penitencial, não exatamente como uma penalidade, mas como um salvo-conduto para que a operação possa ser abandonada. Não obstante as diferentes percepções acerca da natureza jurídica da cláusula, em parecer, bem dispôs José Alexandre Tavares Guerreiro e Gabriel Saad Kik Buschinelli:

De toda forma, sob nenhuma hipótese seria possível imaginar que uma obrigação assumida em um

contrato bilateral não seria exigível por não se amoldar em sentido estrito ao conceito dogmático de cláusula penal, até porque, prevalecendo entre particulares o princípio da autonomia privada, o Código Civil expressamente autoriza a celebração de contratos atípicos (CC, art. 425), atribuindo-se, a tais negócios, eficácia jurídica. (GUERREIRO; BUSCHINELLI, 2022, p.134)

Apesar das possíveis discussões envolvendo a natureza jurídica da *break-up fee*, é a estipulação do seu valor que resulta nas principais discussões sobre o tema, inclusive no que tange à eventual violação de deveres fiduciários por parte dos administradores.

A prática e estudos empíricos apontam que a *break-up fee* normalmente é firmada entre 1% e 10% do valor do negócio a ser firmado na operação. No Brasil, a média nacional correspondente ao valor da *break-up fee* foi de 8,2% em 2018 e 7,14% em 2020, conforme pesquisa realizada pela consultoria Dealogic (Valor.Globo, 2020, *online apud* ADAMEK, 2022, p.531), sendo uma média mais elevada do que no mercado norte americano, em que as cláusulas normalmente não ultrapassam os 5%. Assim como acontece com a natureza jurídica da cláusula, este é um tema polêmico e, ainda é, de certa forma, eivado de subjetividade, pois a doutrina e jurisprudência falham em definir o que seria um valor/número muito alto a ponto de tornar, somente por esse motivo, inválida a operação.

Isso posto, neste tópico, exploramos com maior detalhamento a função dos *deal protection devices* e os vultuosos custos incorridos pelo *first bidder*. Mais do que isso, apresentamos e conceituamos os mais relevantes instrumentos de proteção no contexto brasileiro, quais sejam a cláusula de exclusividade e a *break-up fee*. Dessa forma, cristalino se torna o paradoxo objeto deste artigo, afinal, os custos existentes são significativos e mais do que monetários, em contrapartida, a cláusula de exclusividade e a *break-up fee*, principalmente se cumuladas, podem gerar as seguintes objeções contra os administradores: (i) agir em desacordo com os interesses da

empresa-alvo ao conceder a exclusividade, pois assim a empresa fica restrita a oferta do *bidder*, sem a possibilidade de se atirar ao mercado competitivo e, conseqüentemente, optar pela melhor proposta; (ii) agir em desacordo com o interesse da empresa-alvo ao se propor a pagar a *break-up fee*, multa que, dependendo de seu valor, pode colocar em risco a continuidade do exercício do objeto social; e (iii) agir de forma desleal ao limitar a liberdade da assembleia geral em rejeitar proposta potencialmente desvantajosa (ADAMEK, 2022, p.08).

3. ANÁLISE DE CASES ENVOLVENDO OS *DEAL PROTECTION DEVICES*, A VIOLAÇÃO DE DEVERES FIDUCIÁRIOS E A APLICAÇÃO DO *BUSINESS JUDGMENT RULE*.

As cortes norte americanas, cujas decisões na seara das fusões e aquisições influenciam o direito brasileiro, sendo recorrentemente utilizadas como parâmetro, tradicionalmente, demonstram preocupação quanto as problemáticas envolvendo a alegação da violação dos deveres fiduciários pelos administradores quando da anuência da estipulação dos denominados *deal protections devices* em operações de M&A. As decisões judiciais estadunidenses relativas ao tema podem ser divididas em três períodos (i) a inicial hostilidade, verificada na década de 1980, (ii) uma postura mais permissiva na década de 1990, e (iii) as decisões mais recentes, cujo exame é renovado pelos *appraisal cases* (CHOI, 2021, p.761).

Inicialmente, as cortes norte americanas possuíam uma postura desfavorável a utilização dos *deal protections devices*, o que podemos notar em vários casos, como no *Omnicare, Inc. v. NCS Healthcare, Inc.* em que a Suprema Corte de Delaware determinou que fossem derrubados vários *deal protection devices*, incluindo a cláusula de exclusividade (*no-shop*) e a *break-up fee*, entendendo que a previsão de tais dispositivos representava uma violação dos deveres fiduciários por parte dos administradores da empresa-alvo (*ibidem*, p.770). Conforme o entendimento da Corte:

Os *deal protections devices* da transação adotados pelo conselho da NCS foram projetados para **coagir a consumação da fusão com a Genesis e impedir a consideração de qualquer transação superior**. Os dispositivos defensivos dos diretores da NCS não estão dentro de uma gama razoável de respostas à ameaça percebida de perder a oferta da Genesis porque são **excludentes e coercitivos**. Dessa forma, consideramos que esses dispositivos de proteção da transação não são aplicáveis. (*Supreme Court*, 2003 p. 20, *tradução nossa*)

Em contrapartida, a mesma Corte se mostrou permissiva no caso *Brazen v. Bell Atlantic Corp.*, cuja discussão girava em torno da validade da *break-up fee*. No caso, a Suprema Corte de Delaware julgou que a *break-up fee* era uma cláusula válida de liquidação de danos, sendo, portanto, improcedente a alegação de que a cláusula seria um instrumento inválido que tendia impropriamente a coagir os acionistas a votarem em favor da operação. Assim, ficou decidido que a *break-up fee* era um meio adequado de compensar o adquirente desapontado, não sendo a estipulação da taxa uma violação aos deveres fiduciários, uma vez que o seu valor consistia em 2% da capitalização de mercado da *Bell Atlantic* (CHOI, 2021, p.771), ficando o administrador sob o guarda-chuva do *business judgment rule*. Assim, restou decidido:

Dessa forma, a decisão do Conselho de Administração de incluir essas *break-up fees*, as quais são acionadas pela rescisão do acordo de fusão e cujo pagamento não prejudicará nenhuma das partes da habilidade de se recuperar dos danos da quebra, é protegida pelo *business judgment rule* e essas taxas não serão derrubadas, ao menos que o autor demonstre que sua inclusão resultou de atos desleais ou de atos grosseiramente negligentes. (*Supreme Court*, 1997, p.4. *tradução nossa*)

A partir de um panorama fundado na jurisprudência norte-americana, tratando-se dos *cases* que analisam o cumprimento dos deveres fiduciários em operações de M&A, ao que tudo indica, é possível designar que quando a operação consiste em avaliar se os administradores da empresa-alvo violaram esses deveres, tem-se adotado uma posição mais permissiva quando da anuência da previsão de *deal protection devices*, entendendo-se pela aplicação do *business judgment rule*. Todavia, quando existe uma combinação de medidas protetivas, é possível que esses instrumentos sejam taxados como excludentes e coercitivos, sendo sua estipulação tida, conseqüentemente, como uma violação dos mencionados deveres pelos administradores (CHOIT, 2021, p.774).

Fato é que, tratando-se de cláusulas de exclusividade e *break-up fees*, um ponto fundamental é se estes *deal protection devices* podem impedir, de forma indevida, que terceiros realizem ofertas concorrentes ou se são capazes de coagir a assembleia a aprovar determinada operação.

Em relação as cláusulas que estabelecem a exclusividade, existe o entendimento prevalecente, tanto no contexto norte americano como no brasileiro, de que a cláusula *no-shop*, per se, não é inválida e, mais do que isso, de maneira geral ela é vista como uma ferramenta incapaz de coagir os acionistas a aprovarem a operação. Nesse sentido, explica Karl F. Balz:

Cláusulas *no-shop* limitam a possibilidade de o *board* ativamente solicitar ou favoravelmente responder a propostas concorrentes, mas elas não influenciam ou impedem que os acionistas votem. Os acionistas permanecem livres para aceitar ou rejeitar a oferta proposta. Assim, as cláusulas *no-shop* nunca são inerentemente exclusivas ou coercitivas. (BALZ, 2003 p.529, tradução nossa)

Entretanto, quando cumulada com outros *deal protection devices*, sua estipulação pode resultar no entendimento de que ocorreu a violação dos deveres fiduciários, como ocorreu no caso *Paramount Communications, Inc. v. QVC Network, Inc.*, em que a Suprema Corte de Delaware entendeu pela invalidade da cláusula *no-shop*, pois, ao impedir que ofertas não solicitadas fossem avaliadas e ao obstar que a operação fosse negociada pelo melhor valor razoavelmente disponível aos acionistas, conseqüentemente impediu-se o exercício dos deveres fiduciários pelos diretores (*Supreme Court*, 1994, p.16). A saber:

Se poderia ou não ter atuado validamente, em um estágio inicial, para impedir a Paramount de ativamente comprar a companhia, não poderia impedir os diretores da Paramount de realizar seus deveres fiduciários, considerando propostas não solicitadas ou negociando pelo melhor valor razoavelmente disponível aos acionistas (*ibidem*, p.16, tradução nossa).

Nessa mesma senda, no caso *Phelps Dodge*, que envolvia uma cláusula *no-talk, break-up fee* equivalente a 6,3% e inexistia cláusula de *fiduciary out*⁶⁰⁹, a Corte decidiu que ambos os administradores – da empresa adquirente e da companhia alvo – violaram seus deveres fiduciários ao estipularem a cláusula *no-talk*. Isso porque, de acordo com o entendimento do tribunal, a cláusula impede que os administradores cumpram seu dever de fazer um julgamento informado com relação a considerar se devem ou não negociar com um terceiro (VARALLO, RAJU, 2000, p.1620). Diferente da cláusula *no-shop*, a *no-talk*, inclusive, pode ser considerada inválida per se, por tratar-se de uma “cegueira intencional” firmada pelas partes, de forma

609 A cláusula de *fiduciary out* permite que os administradores realizem atos contratualmente vedados, ou então, que possam se abster de realizar atos contratualmente exigidos, caso a ação ou omissão seja necessária para que não haja a violação dos seus deveres fiduciários.

que, para que seja considerada válida, é fundamental a previsão de *fiduciary outs* (SAUTTER, 2018, p.51 *apud* ADAMEK, 2022, p. 526).

Olhando especificamente para o contexto brasileiro, vale destacar o Parecer redigido por José Alexandre Tavares Guerreiro e Gabriel Saad Kik Buschinelli, no qual os pareceristas entenderam pela validade de cláusula *no-shop*, uma vez que (i) a disposição não viola norma de ordem pública, e (ii) os administradores agiram conforme seus deveres fiduciários, pois preservaram o valor da estabilidade para a negociação, sendo esta uma maneira lícita de perseguir o interesse social da empresa alvo (GUERREIRO; BUSCHINELLI, 2022, p.141). Conforme avaliaram os autores:

Se a administração de uma companhia aberta avalia que uma operação societária proposta por um determinado ofertante atende o melhor interesse da companhia e de seus acionistas, a administração pode, licitamente, limitar o poder da companhia de buscar outros ofertantes para, com isso, buscar viabilizar o efetivo recebimento de uma proposta vinculante que proporcione, aos acionistas, a relação de troca julgada mais favorável. Não há nenhuma obrigação de que a administração de uma companhia aberta promova um leilão antes de aprovar a celebração de um protocolo de incorporação e convocar assembleia geral para que os acionistas o apreciem. (GUERREIRO; BUSCHINELLI, 2022, p.127, *grifos nossos*)

Embora a proposta da análise ora realizada seja esclarecer, no contexto brasileiro, a inclinação dos doutrinadores e julgadores quanto ao entendimento acerca da disposição de *deal protection devices* e o cumprimento de deveres fiduciários, ressalta-se a impossibilidade de se “bater o martelo” quanto a questão, haja vista que a subjetividade ainda perdura, pois não existe uma regra rígida e as decisões variam, ainda mais considerando que os deveres fiduciários dos administradores são *standards*, isto é, meros padrões de comportamento.

No entanto, considerando o que já foi exposto sobre a cláusula de exclusividade e que há entendimento no sentido de que a adoção ou não da cláusula *no-shop* é uma discricionariedade dos administradores que, quanto a matéria, ficam sob a alçada o *business judgment rule*, regra que, no âmbito brasileiro, é reconhecida e respeitada pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), desde que as decisões sejam refletidas, informadas e desinteressadas, como disposto no voto de Flávia Perlingeiro:

Em particular, para decisões de natureza negocial, ou seja, aquelas atinentes à condução dos negócios da companhia e para as quais não existe uma resposta ótima, o Colegiado da CVM já consagrou a adoção da chamada *business judgment rule*, a proteger a discricionariedade do administrador ao tomar decisões que tragam algum risco para a companhia, envolvendo ponderações de ônus e benefícios, **desde que tomadas de forma refletida, informada e desinteressada**, em atenção ao cumprimento dos deveres de diligência e de lealdade (CVM, 2020, p.4)

Temos que, no Brasil, há uma tendência em não considerar a estipulação da cláusula de exclusividade – *no shop* – pelos administradores como uma violação a deveres fiduciários, ainda mais se acompanhada de *fiduciary outs*. Sob esse prisma, além do parecer supracitado, vale destacar o posicionamento do ilustríssimo Marcelo Von Adamek:

Em outras palavras, a exclusividade faz parte do jogo num contexto de negociações para uma possível aquisição, e não se podem acusar os administradores que a concedem de prejudicar os interesses da companhia pura e simplesmente sob a alegação de que a privaram de outras vantagens que ela poderia auferir nesse contexto (ADAMEK, 2022, p.536)

Por sua vez, no que tange à *break-up fee*, a eventual violação de deveres fiduciários está relacionada, principalmente, ao valor pré-fixado a ser pago caso ocorra algum dos “gatilhos” de ativação e a operação não se concretize, uma vez que a depender de sua magnitude, a cláusula pode ser considerada como uma forma de coagir os acionistas a aprovarem a operação e, ainda, o seu valor pode ser considerado excessivo a ponto de impedir o reerguimento da empresa-alvo após o pagamento, o que resulta, evidentemente, na quebra dos referidos deveres fiduciários em vista de ação contrária aos interesses da sociedade.

Conforme pontuado no capítulo anterior, a média dos valores de *break-up fee* no Brasil variaram nos últimos anos entre 7% e 8%, existindo, no entanto, uma tolerância a previsões de até 10%. Interessante se faz analisarmos o direito norte-americano, uma vez que, conforme supramencionado, as decisões e entendimentos, principalmente tratando-se de operações de M&A, muitas vezes, reverberam e influenciam o direito brasileiro, então vejamos.

A média norte americana é consideravelmente menor se comparada a brasileira, sendo que no ano de 2010 atingiu 3,8%, conforme pesquisa *Dealogic* (Valor.Globo, 2020 *online apud* ADAMEK, 2022, p.531). Podemos inferir que existe uma faixa entre 2% e 4% quando da estipulação de *break-up fee* e mesmo assim, em análise realizada por Thomas Bates e Michael Lemmon, até o ano de 2003, 25 (vinte e cinco) casos contaram com *break-up fees* excedentes à 10% (BATES; LEMMON, 2003, p.478, *apud* ADMEK, 2022, p. 531). Ainda, temos que, embora a Corte de Delaware tenha criticado *break-up fees* no montante de 6,3%, 4,3% 4,4% e 7% por considerá-las elevadas, ela não as invalidou (GUERREIRO; BUSCHINELLI, 2022, p.138-139), logo, depreende-se que a Corte de Delaware não utiliza somente critérios percentuais ou numéricos para decidir os casos concretos, mas sim leva em consideração todos os aspectos fáticos, bem como:

o valor total da *break-up fee*, bem como seu valor percentual; o benefício para os acionistas, incluindo

um prêmio (se houver) que os diretores buscam proteger; o valor absoluto da transação, bem como o valor relativo dos parceiros da fusão; o grau em que uma contraparte considerou tais proteções como cruciais para o negócio, levando em conta as diferenças no poder de negociação; e o poder excludente ou coercitivo de todos os *deal protections* do negócio incluídos em uma transação, considerados como um todo. (*Supreme Court*, 2007, p.07)

No que tange as alegações envolvendo a coercibilidade, Heath Price Tabert disserta que são difíceis de ganhar e que nenhuma corte norte americana, até a data de seu artigo, qual seja 2003, chegou a derrubar a *break-up fee* sob a alegação de coerção dos votos:

Essa preferência leva à conclusão legal de que as *break-up fees* ativadas quando os acionistas votam pela fusão com um licitante concorrente não constituem coerção. No caso *McMillan v. IntercargoCorp*, o tribunal rejeitou as alegações de coerção porque a “estrutura do acordo assegurava que os acionistas [alvo] não votariam com medo de que um voto negativo por si só acionasse a taxa; a taxa seria paga somente se os acionistas obtivessem um acordo melhor”. (TABERT, 2003, p.658, *tradução nossa*).

Na mesma linha segue o parecer, já mencionado, redigido por José Tavares Guerreiro e Gabriel Saad Kik Buschinelli, no qual, tratando-se de operação envolvendo Acordo de Associação para disciplinar pretendida operação de incorporação, os juristas entenderam que os parâmetros fixados de *break-up fee*, sendo de 1,77% do valor da operação quando da sua não aprovação (denominada de multa reduzida) e de 5,8% em caso de aprovação de operação similar com outra companhia (denominada multa complementar), que juntas correspondiam a cerca de 7,1% do valor da operação, os pareceristas consideraram que, além

de serem válidas e possuírem valores condizentes, não interferiam de forma indevida no direito de voto dos acionistas, a saber:

A referida multa compensatória interfere de modo indevido sobre o exercício do direito de voto dos acionistas da ALFA ao deliberarem sobre a Operação? Não interfere. A multa impõe uma consequência à rejeição da proposta, que será conhecida por todos os acionistas da ALFA ao avaliar a conveniência e a oportunidade de aprovar a Operação ou de, rejeitando-a, vir a aprovar a realização de uma Operação Concorrente, e foi fixada tendo como contrapartida a obtenção do direito ao recebimento de multa equivalente em hipóteses previstas no Acordo de Associação e o próprio direito à possibilidade de exigir da BETA a realização da Operação nos termos previstos no Acordo de Associação. A multa não foi fixada em magnitude que impeça os acionistas de deliberar em um ou outro sentido. (GUERREIRO; BUSCHINELLI, 2022, p. 142, *grifos nossos*)

Ainda sobre a perspectiva brasileira acerca da *break-up fee*, vale destacar que o CADE (Conselho Administrativo de Defesa Econômica) a reconhece como um instrumento válido, sendo a cláusula excluída do conceito de consumação prévia de atos de concentração econômica, o que reforça a aceitação da estipulação da cláusula no contexto brasileiro (WALD; BLATTNER, 2022, p.24). Conforme disposto no Guia para análise da consumação prévia de atos de concentração econômica:

Neste sentido, o risco da reprovação deve ser alocado de acordo com a vontade das partes. Por esse motivo, o Guia aceita como lícitas cláusulas de *break-up fees*, que possuem exatamente o intuito de alocar os custos de uma eventual reprovação da operação. (CADE, 2015, p.8 *apud* WALD; BLATTNER, 2022, p.24)

Por último, vale destacar o *case* brasileiro envolvendo as empresas Linx e Stone, que envolve a previsão de uma *two-tier break-up fee*, ou seja, existe uma multa prevista em caso de reprovação da operação e outra caso a Linx decidisse negociar com outro interessado. Vale destacar dois principais pontos sobre a questão: (i) a existência de oferta concorrente com valor superior ao da proposta realizada pela Stone, e (ii) os administradores que capitanearam as negociações eram acionistas referência da Linx, detendo 15% das ações votantes (BARBOSA, 2022, p.349). Sendo assim, instaurou-se discussão sobre o excesso do valor da *break-up fee*, o cumprimento do dever de lealdade pelos administradores e a existência de conflito de interesses.

Sob esse prisma, vale destacar que a AMEC em carta ao mercado se mostrou contrária à *break-up fee*, alegando que ela poderia gerar a sangria financeira da companhia caso a operação entre Linx e Stone fracassasse, a saber:

A determinação de cláusula de multa colocou os acionistas no corner, retirando graus de liberdade do poder de decisão sobre a operação. Nos termos de troca originalmente apresentados, a proposta para incorporação da Linx foi avaliada em cerca de R\$6 bilhões, posteriormente ajustada para aproximadamente R\$6,3 bilhões. Em perspectiva, a chamada multa compensatória por eventual desistência foi estabelecida em R\$605 milhões, representando algo em torno de 10% do valor do negócio. (AMEC, 2020, *online, grifos nossos*)

Em contrapartida, no histórico contido no Relatório referente a pedido de interrupção do curso do prazo de convocação da AGE requerido pela Linx à CVM, o qual foi indeferido, embora a CVM não tenha julgado a abusividade da multa contratual em caso de aprovação de operação concorrente (*break-up fee*), importante se faz ressaltar alguns dos argumentos favoráveis a cláusula no Relatório contidos, senão vejamos.

Primeiramente, é pontuado que a fixação do valor da multa, tida como cláusula penal, reside no âmbito autonomia privada, portanto, os contratantes possuem ampla liberdade para estabelecer o *quantum* adequado à segurança de seus interesses e, mais do que isso, é defendido que no ordenamento jurídico brasileiro o limite que a ordem pública impõe a cláusulas como a multa por operação concorrente equivale ao valor da obrigação principal, em razão do artigo 412 do Código Civil⁶¹⁰ (CVM, 2020, p.19).

Os argumentos ainda destacam a utilidade da *break-up fee* como mecanismo de estímulo a primeira proposta e, mais do que isso, afirmam que, no caso concreto, por tratar-se de multa em caso de operação concorrente, ao mitigar as incertezas que acompanha as negociações, a sociedade-alvo teria a possibilidade de obter um prêmio mais elevado (*ibidem*, p.20), concluindo-se que os benefícios são maiores que eventuais malefícios.

Por último, defendem a licitude do consentimento dos administradores para com o pagamento de *break-up fee* em caso de aceitação de proposta concorrente e assinalam que a análise da multa deve se dar a partir da perspectiva do *business judgment rule*.

bu) considerando-se o histórico progresso de negociações de Linx e a falta de evidência de que alguma sociedade tivesse interesse em apresentar alguma proposta, no momento da assinatura do Acordo de Associação não havia nenhum indicativo concreto de que pudesse haver concorrência à oferta apresentada por STONE. Por essa razão, o Conselho de Administração julgou, de forma absolutamente diligente, que a aprovação do Acordo de Associação, incluindo as multas nele previstas, era a decisão mais vantajosa para os acionistas de Linx, proporcionando a possibilidade de apreciarem uma operação que

610 Art. 412. O valor da cominação imposta na cláusula penal não pode exceder o da obrigação principal. (BRASIL,2002)

geraria um ganho de quase R\$ 1,5 bilhão; (*ibidem*, p.25)

Na análise dos pedidos, frisa-se que a Analista responsável pelo Relatório pontuou que a *break-up fee* “deve ser analisada não apenas isoladamente, mas, principalmente, considerando as circunstâncias que envolveram as negociações que antecederam a celebração dos contratos e do protocolo de incorporação de ações” (*ibidem*, p.39). Esse posicionamento nos reforça o entendimento, adotado pela Suprema Corte de Delaware, de que a análise da validade da *break-up fee* deve estar atrelada a todos os aspectos fáticos envolvendo o caso, não devendo considerar somente o número ou percentual em específico. Considerando que a CVM não proferiu decisão sobre a regularidade da cláusula, pelo exposto, tendo em vista os argumentos expostos e que o valor da *break-up fee* corresponde a 10% do valor da operação, podemos inferir que existe uma tendência ao entendimento pela sua validade, salvo se constatado atos efetivamente contrários à diligência e lealdade que devem ser respeitadas pelo administrador. De todo modo, este caso nos mostra como o tema é atual e qual a importância de estabelecermos com a maior objetividade possível os parâmetros que dividem a discricionariedade do administrador da violação de seus deveres fiduciários, ou seja, até que ponto se mostra lícita e válida a previsão dos *deal protection devices* em contratos de M&A.

Apesar das críticas aos *deal protection devices* e dos *cases* contrários a estipulação desses mecanismos, importante se faz mencionar o estudo realizado por Frank C. Butler e Peter Sauska. Os autores analisaram 300 operações de M&A, ocorridas entre 2005 e 2010 nos Estados Unidos, sendo que 291 estipularam a *break-up fee* e somente 09 não previram a cláusula. Dentre as operações que estabeleceram a *break-up fee*, 261 foram concretizadas, o que equivale a 87% das operações, e 39 fracassaram, ou seja, 13%. Por sua vez, dentre as operações que não celebraram a cláusula, 04 foram concretizadas, isto é, somente 44,4% das operações e 05 fracassaram, o que corresponde a 55,5% (BUTLER; SAUSKA, 2014, p.49). Inclusive, Butler e Sauska

assinalaram que o resultado foi similar a outro estudo, realizado por Jeon e Ligon:

Eles também constataram uma maior probabilidade de os negócios não serem concluídos quando as *termination fees* não estavam presentes, em comparação com os negócios que incluíam as *termination fees*. Essa evidência anedótica indica que a presença de *termination fees* em acordos de M&A torna mais difícil para ambas as partes desistirem de concluir a transação. (*Ibidem*, p.49).

Do estudo supramencionado, depreende-se que a *break-up fee* aumenta a probabilidade do fechamento do negócio, constatação essa que também se notou em decorrência de experiência realizada pelo Reino Unido, que em 2011, nas regras do *Takeover Panel*, proibiu a estipulação de multas por propostas concorrentes, levando a uma queda significativa – por volta de 50% - no número de operações de M&A no país, fazendo com o que os acionistas perdessem em torno de US\$ 77 bilhões por ano, em razão das operações que não se realizaram (CVM, 2020, p.20).

Considerando todo exposto, mais uma vez, denota-se que no Brasil há uma inclinação ao entendimento de que a estipulação de *break-up fee* na operação de M&A não configura uma violação aos deveres fiduciários pelo administrador da companhia-alvo. De maneira geral, existe uma tendência a reconhecer que a cláusula é uma compensação adequada ao *first bidder*, considerando seus custos e, sendo a multa menor que 10%, o valor não é considerado exorbitante e muito menos capaz pressionar a assembleia geral, sendo, nas palavras de Arnoldo Wald e Marina Blattner, “apenas um dos diversos cenários econômicos que devem ser levados em consideração pelo acionista no livre exercício do seu direito de voto na assembleia geral da companhia” (WALD; BLATTNER, 2022, p.28).

CONCLUSÃO

Ao longo deste artigo, foi possível apresentar a existência do paradoxo que envolve os *deal protection devices* e o cumprimento dos deveres fiduciários pelos administradores. A título de conclusão, temos primeiramente que, enquanto os deveres de lealdade e diligência permanecerem na esfera de padrões de conduta, ou seja, como conceitos abertos que não refletem normas objetivas de comportamento, as discussões acerca de possíveis violações remanescerão, uma vez que o descumprimento é interpretativo, não obstante a adoção pelo ordenamento jurídico brasileiro do *bussiness judgment rule*, regra traz uma maior concretude e que protege a discricionariedade do administrador, que não será responsabilizado se agir de boa-fé e com o objetivo de atingir os interesses da companhia, ponderando os ônus e benefícios de modo refletido, informado e desinteressado.

No que tange especificamente aos *deal protection devices*, depreendemos que as decisões brasileiras tendem a utilizarem as decisões norte americanas como parâmetro, as quais se mostraram mais permissivas nos últimos anos quanto ao reconhecimento da validade e regularidade da estipulação de tais mecanismos, todavia ainda inexistente um entendimento objetivo e consolidado.

Conforme pontuado, os principais argumentos contrários a previsão dos *deal protection devices* ora analisados, quais sejam a cláusula de exclusividade e a *break-up fee*, em operações de M&A, consistem na possibilidade (i) de a exclusividade impedir, indevidamente, a realização de propostas concorrentes, obstando que novas ofertas, ainda que favoráveis, sejam analisadas pela companhia-alvo, (ii) do valor fixado na *break-up fee* exercer uma função coercitiva sobre os acionistas quanto a aprovação da operação.

Sob esse prisma, foi possível observar que a responsabilização dos administradores pela estipulação tanto da cláusula de exclusividade quanto da *break-up fee* tende a ser excepcional. Isso porque, no que se refere a exclusividade, nota-se que a cláusula é considerada lícita no

direito brasileiro, uma vez que não contraria norma de ordem pública e, tratando-se especificamente de sua aplicação em operações de M&A, a doutrina já se inclina ao entendimento de que sua previsão não gera a violação dos deveres fiduciários dos administradores, ainda que resulte em prejuízos para a companhia-alvo, por tratar-se de decisão negocial que se encontra sob a alçada do *business judgment rule*, ainda mais se a exclusividade não estiver cumulada com outros *deal protection devices* ou se for prevista a cláusula de *fiduciary out*.

Por sua vez, quanto a *break-up fee*, nota-se certa divergência em relação a sua natureza jurídica no direito brasileiro, mas existe uma tendência em considerá-la um como uma cláusula penal compensatória, tendo em vista que sua função é compensar o *finder* pelos custos incorridos em uma operação que não se concretizou. A respeito das discussões envolvendo seu valor, provavelmente a *break-up fee* não será considerada como inválida ou como um instrumento de coerção quando equivaler a menos que 10% do valor da operação, pois essa magnitude é vista como incapaz de prejudicar significativamente a companhia-alvo e de coagir os acionistas, tratando-se de mera consequência econômica. No mais, caso a cláusula fixe valor superior aos 10%, ela ainda pode ser considerada válida, como já ocorreu em decisões norte-americanas, uma vez que a eventual irregularidade da *break-up fee* dá-se em razão de todos os aspectos fáticos que abrangem a operação e não somente o valor avençado.

Ante o exposto, considerando que os *deal protection devices* são mecanismos que visam assegurar o sucesso da operação, é evidente a sua importância, principalmente no direito brasileiro, não sendo uma opção a vedação de tais instrumentos. Assim, considerando a tendência do direito brasileiro, supramencionada, no que se refere a estipulação da cláusula de exclusividade e da *break-up fee*, concluímos que o ideal, para que o tema deixe de ser um paradoxo, é prever como uma maior objetividade tanto os padrões de conduta que se incluem no dever de diligência e lealdade, quanto quais as situações que concretamente tornam os *deal protection devices* abusivos e inválidos, formando assim um entendimento consolidado sobre o tema, diminuindo as dúvidas

e discussões acerca da possível violação dos deveres fiduciários pelos administradores.

REFERÊNCIAS

ADAMEK, Marcelo Vieira Von. *No-shop, Break-Up Fee e Fiduciary Out* em Contratos Preparatórios a Operações de Fusões e Aquisições (M&A):Validade e Compatibilidade com os Deveres Fiduciários dos Administradores. In: ADAMEK, Marcelo Vieira Von; PEREIRA, Rafael Setoguti Julio (Coord.). **Fusões e Aquisições (M&A)**. São Paulo: Quartier Latin, 2022.

ADAMEK, Marcelo Vieira Von. *No-shop, Break-Up Fee e Fiduciary Out* em Contratos Preparatórios a Operações de Fusões e Aquisições (M&A):Validade e Compatibilidade com os Deveres Fiduciários dos Administradores. **Revista de Direito Societário e M&A**. vol. 1. ano 1. São Paulo: Ed. RT, 2022. Disponível em: https://www.thomsonreuters.com.br/pt/juridico/we_brevist. Acesso em: 20 abr. 2023.

AMEC (Associação de Investidores no Mercado de Capitais). Business as usual? Prêmio de Controle, Restrição ao Direito de Voto e Conflitos de Interesse. **Opinião Amec**, 2020. Disponível em: https://www.amecbrasil.org.br/wp-content/uploads/2020/09/Opinio-Ame-c-Business-as-usual-no-Caso-Linx_aprovado.pdf. Acesso em: 27 mai. 2023.

BALZ, Karl F. *No-shop Clauses*. **Delaware Journal of Corporate Law**, Vol.28, nº2, 2003. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=573092. Acesso em: 24 mai. 2023

BARBOSA, Henrique Cunha. *Termination Fees: Estruturas e Polêmicas no Sistema Brasileiro*. In: ADAMEK, Marcelo Vieira Von; PEREIRA, Rafael Setoguti Julio (Coord.). **Fusões e Aquisições (M&A)**. São Paulo: Quartier Latin, 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Extrato de Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ/2015/12087**. Diretor Relator Pablo Renteria. Julgado em 24.07.2018.

Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2018/RJ201512087.pdf>. Acesso em: 12 mai. 2023.

----- . Comissão de Valores Mobiliários. **Relatório nº 086/2020/SEP/GEA-4**. Processo CVM nº 19957.007854/2020-06. Analista Juliana Vicente Bento. 2020. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2020/20201113/1977_20.pdf. Acesso em: 16 mai. 2023.

----- . Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2005/1443**. Diretor Relator Pedro Olívia Marcílio de Sousa. Voto proferido em 21.03.2006. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2006/20060510_PAS_RJ20051443.pdf. Acesso em: 25 mai. 2023.

----- . Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador CVM nº 08/2014**. Diretora Relatora Flávia Perlingeiro. Voto proferido em 30.06.2020. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/noticias/anexos/2020/20200630_PAS_CVM_SEI_19957_001575_2020_21_voto_diretora_flavia_perlingeiro.pdf. Acesso em: 10 mai. 2023.

BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Brasília, 1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16404consol.htm. Acesso em: 15 mai. 2023.

----- . **Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002**. Institui o Código Civil. Brasília, 2002. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406compilada.htm. Acesso em: 05 jul. 2022.

BUTLER, Frank C.; SAUSKA, Peter. *Mergers and Acquisitions: Termination Fees and Acquisitions Deal Completion*. **Pittsburg State**

University, vol. 26, nº 1, pp.44-54, 2014. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/43489381>. Acesso em 20 mai. 2023.

CARVALHO, Bruno Caetani; ZANINI, Carlos Klein. *A Due Diligence e os Deveres Fiduciários em Operações de M&A de Companhias Abertas*. In: ADAMEK, Marcelo Vieira Von; PEREIRA, Rafael Setoguti Julio (Coord.). **Fusões e Aquisições (M&A)**. São Paulo: Quartier Latin, 2022.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas**, 3º volume: artigos 138 a 205. 5ª ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2011.

CHOIT, Albert. H. *Deal Protection Devices*. **The University of Chicago Law Review**, vol. 88, nº 4, pp. 757 - 827 2021. Disponível em: https://lawreview.uchicago.edu/sites/default/files/01%20Choi_ART_Final.pdf. Acesso em: 18 mai. 2023.

EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**: volume II, artigos 138 a 205. 2ª ed. rev. e ampl. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

GERASIMCHUK, Eleonora. *Stretching the Limits of Deal Protection Devices: From Omnicare To Wachovia*. **Fordham Journal of Corporate & Financial Law**. Vol.15, Issue 3, Article 4, pp. 685 – 729. 2010. Disponível em: <https://ir.lawnet.fordham.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1197&context=jcfl>. Acesso em: 23 mai. 2023.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares; BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik, Cláusulas de exclusividade e de multa em acordo preparatório de operação societária. In: LEVI-MINZI, Maurizio; PARGENDLER, Mariana; GOUVÊA, Carlos Portugal (Organizadores). **Fusões e aquisições: pareceres**. São Paulo: Almedina, 2022.

LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **Direito das Companhias**. 2ª ed. atual e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

PARENTE, Flávia. **O Dever de Diligência dos Administradores de Sociedades Anônimas**. Rio de Janeiro: Renovar, 2005.

RESTREPO, Fernán; SUBRAMANIAN, Guhan. *The Effect of Prohibiting Deal Protection in Mergers and Acquisitions: Evidence from the United Kingdom*. **The Journal of Law & Economics**, vol. 60, nº 1, 2017. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/26456950>. Acesso em: 24 mai. 2023.

STRINE JR, Leo. *Deal Protection Measures in Stock-for-Stock Merger Agreements*. **The Business Lawyer**, vol 56, nº 03, pp. 919-942, 2001. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/40688000>. Acesso em: 22 mai. 2023.

TABERT, Heath Prince. *Merger Breakup Fees: A Critical Challenge To Anglo-American Corporate Law*. **Law and Policy in International Business**. Vol 34, ed.3, 2003. Disponível em: <https://heinonline.org/HOL/LandingPage?handle=hein.journals/geojintl34&div=25&id=&page=>. Acesso em 26 mai. 2023.

UNITED STATES. Supreme Court of Delaware. **Brazen v. Bell Atlantic Corp**. 695 A.2d 43. Decided May 27, 1997.

----- . Supreme Court of Delaware. **Paramount Communications v. QVC Network** 637 A.2d 34. Decided Feb. 4, 1994.

----- . Court of Chancery of Delaware. **Municipal Police Retire. v. Crawford** 918 A.2d 1172. Decided Decided Feb 23, 2007.

VARALLO, Gregory V.; RAJU, Srinivas M. *A Process Based Model for Analyzing Deal Protection Measures*. **The Business Lawyer**, Vol.55, nº4, 2000. Disponível em: https://www.jstor.org/stable/pdf/40687951.pdf?refreqid=excelsior%3Ab7bde627cc0d23e4dec15ad0ccdc9727&ab_segments=&origin=&initiator=&acceptTC=1. Acesso em: 24 mai. 2023.

WALD, Arnaldo; BLATTNER, Marina Gaensly. A Break-up Fee e o Business Judgment Rule na Incorporação ou Mudança de Controle de S.A. In: LEVI-MINZI, Maurizio; PARGENDLER, Mariana; GOUVÊA, Carlos Portugal (Organizadores). **Fusões e aquisições: pareceres**. São Paulo: Almedina, 2022.

WATCHEL, Jonathan T. *Breaking Up is Hard to Do: A Look at Brazen v. Bell Atlantic and the Controversy over Termination Fees in Mergers and Acquisitions*. **Brooklyn Law Review**, vol.65, issue 2, article 9, pp.585 -625, 1999. Disponível em: <https://brooklynworks.brooklaw.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1752&context=blr>. Acesso

IMPASSES SOCIETÁRIOS E A CONVENIÊNCIA DA UTILIZAÇÃO DA CLÁUSULA *BUY OR SELL*

CORPORATE DEADLOCKS AND THE CONVENIENCE OF BUY OR SELL CLAUSES

Ernesto Luis Silva Vaz (USP, São Paulo)

RESUMO

O trabalho traz elementos para a reflexão crítica quanto ao uso das cláusulas *buy or sell* em acordos de natureza societária. Começa-se pela qualificação do impasse do direito societário, seguem-se breves notas a respeito do regime jurídico das cláusulas *buy or sell*, e, depois, a discussões práticas. Por fim, apresentam-se as conclusões, com a sugestão de critérios para avaliação de situações em que o uso da cláusula *buy or sell* é conveniente ou não.

ABSTRACT

This paper brings elements for critical thoughts on the use of buy or sell clauses in corporate agreements. It begins with the qualification of deadlocks in corporate law, followed by brief notes on the legal aspects of buy or sell clauses, and then discussions of cases. Finally, the conclusions are presented, with the suggestion of criteria for evaluating situations in which the use of the buy or sell clause is convenient or not.

Palavras-chaves: *impasses societários, direito societário, M&A, solução de conflitos societários, fusões e aquisições, direito comercial, buy or sell, acordos de acionistas.*

Key words: *corporate deadlocks, corporate law, M&A, corporate disputes resolution, commercial law, buy or sell, shareholders agreements*

1. INTRODUÇÃO

Há vários métodos de resolução de impasses no direito societário, incluindo, entre outros, mediação, arbitragem, dissolução e votos qualificados⁶¹¹. O mais radical é a dissolução da sociedade, condenando-a ao fim de sua existência. Entre as estratégias de resolução de impasses que pressupõem a manutenção da estrutura societária, são de uso frequente⁶¹² as cláusulas *buy or sell*⁶¹³, principalmente no contexto de companhias fechadas com dois sócios ou dois grupos de sócios⁶¹⁴.

A cláusula *buy or sell* surgiu nos Estados Unidos e espalhou-se para diversos outros ordenamentos⁶¹⁵, resultado de práticas empresariais que atravessam fronteiras e constroem modelos contratuais atípicos. A doutrina aponta como vantagens da cláusula *buy or sell* precificação mais justa, o incentivo a acordos amigáveis, a rapidez e os custos do procedimento, maior segurança jurídica e a mitigação da perda do valor de mercado da empresa, já entre as desvantagens, apontam-se a falta de previsibilidade de resultado, bem como os potenciais abusos e assimetrias⁶¹⁶.

611 the Corporation Law Committee of the Association of the Bar of the City of New York. “The Enforceability and Effectiveness of Typical Shareholders Agreement Provisions.” *The Business Lawyer*, vol. 65, no. 4, 2010, p. 1191.

612 FRUTOS, Maria Angeles de, KITTSTEINER, Efficient partnership dissolution under buy/sell clauses. *The Rand Journal of Economics*, Vol. 39, N. 01 (Spring 2008), p. 2.

613 O emprego do termo no original em inglês consagrou-se pelo uso habitual. Na pesquisa, encontrou-se referência ao termo “*Acordo de Comprar ou Vender*” em LOBO, Carlos Augusto da Silveira. *Acordo de Acionistas*. In: BULHÕES PEDREIRA, José Luiz; LAMY FILHO, Alfredo (Coord.). *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, Volume I, p. 470, quando a tradução é utilizada em título de seção da obra.

614 ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Abuso de Minoria em Direito Societário*. São Paulo: Malheiros, 2014, p. 421.

615 FERREIRA, Mariana Martins Costa. *Buy or Sell e Opções de Compra e Venda para Resolução de Impasse Societário*. São Paulo: Quartier Latin, 2018. p. 38. Importante desde logo mencionar que tal obra, resultado da dissertação de mestrado da autora, é o trabalho mais completo e aprofundado sobre o tema disponível no direito brasileiro, ao qual são feitas abundantes referências neste artigo.

616 BLANCHET, Gabriela Alves Mendes. *A Cláusula Shotgun (Buy or Sell) em Acordos de Acionistas*. São Paulo: Almedina, 2021, pp. 82 a 91.

Parece-nos, no entanto, que a cláusula *buy or sell* não é adequada para qualquer tipo de relação societária e pode ser usada, de maneira ilegítima e abusiva, em contextos de impasses prolongados e artificiais⁶¹⁷ com implicações negativas às relações entre sócios e, portanto, sua inserção em instrumentos societários deve ser precedida de análise diligente e (provavelmente) casuística. As assimetrias (financeira e informativa) existentes entre as partes contratantes parece ser o elemento central para a análise da conveniência do uso da cláusula⁶¹⁸.

As duas primeiras partes do trabalho, com base em pesquisa doutrinária, buscam qualificar o impasse no direito societário brasileiro, bem como a cláusula *buy or sell*. Considerando que a jurisprudência nacional enfrentou poucos casos relativos ao tema, os quais serão mencionados mais abaixo⁶¹⁹, apresentam-se também casos esquemáticos e hipotéticos para discussão sobre a (in)conveniência da cláusula *buy or sell*.

O trabalho apresenta relevância na medida em que aprofunda de forma crítica a discussão a respeito de prática contratual recorrente, especialmente relevante no contexto de operações de M&A, tanto para sua viabilização (quando os sócios da sociedade alvo estão vinculados por cláusula *buy or sell*), quanto na vida da sociedade e na superação de impasses (inclusive considerando que pode servir como desincentivo

617 the Corporation Law Committee of the Association of the Bar of the City of New York. “The Enforceability and Effectiveness of Typical Shareholders Agreement Provisions.” *The Business Lawyer*, vol. 65, no. 4, 2010, p. 1191. A realização de atos com o objetivo fabricar artificialmente impasses é hipótese de ilicitude ainda antes da conclusão da compra e venda, cf. FERREIRA, Mariana Martins Costa. *Buy or Sell e Opções de Compra e Venda para Resolução de Impasse Societário*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, pp. 269 e ss.

618 MARTINS-COSTA, Judith. “A cláusula de Buy or Sell na perspectiva do direito das obrigações”. In: VENANCIO FILHO, Alberto; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna (Orgs.). *Lei das S.A. em seus 40 anos*. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 552.

619 FERREIRA, Mariana Martins Costa. *Buy or Sell e Opções de Compra e Venda para Resolução de Impasse Societário*. São Paulo: Quartier Latin, 2018. p. 100, nota de rodapé n. 214.

para a superação amigável de impasses ou como incentivo para a construção de impasses artificiais).

2. QUALIFICAÇÃO DO IMPASSE NO DIREITO SOCIETÁRIO

Geralmente, em uma determinada companhia reúnem-se diversas pessoas com um fim comum – o sucesso na execução do objeto social. Especificamente no direito das companhias pátrio, a assembleia é órgão com competências privativas definidas em lei, conforme art. 122 da Lei n. 6.404/1976⁶²⁰, no qual as decisões são tomadas de acordo com critérios de convocação, de instalação e de deliberação previstos em lei ou em documentos societários que vinculem os acionistas, de forma colegiada.

Os impasses⁶²¹ ocorrem quando os sócios ou os administradores são incapazes de chegar a acordos suficientes para permitir a tomada de decisões no contexto de uma companhia ou de uma sociedade limitada⁶²², restando impossíveis as deliberações sociais ou de órgão

620 FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França. *Invalidez das Deliberações de Assembléias das S.A.* São Paulo, Malheiros, 1999, p. 28. No contexto das sociedades limitadas, ver arts. 1.071 e 1.072 do Código Civil brasileiro. Há que se fazer referência também às reuniões prévias, com frequência previstas em acordos de acionistas ou sócios vinculados por acordos de votos, nas quais também podem ocorrer impasses, FERREIRA, Mariana Martins Costa. *Buy or Sell e Opções de Compra e Venda para Resolução de Impasse Societário*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 28.

621 Os impasses são categoria mais abrangente que o mero empate e podem decorrer de “divergências ou desavenças entre os sócios, visões distintas com relação ao desenvolvimento da atividade empresarial e até mesmo fatores pessoais sem relação direta com a sociedade, mas que podem influenciar na relação entre os sócios”, cf. FERREIRA, Mariana Martins Costa. *Buy or Sell e Opções de Compra e Venda para Resolução de Impasse Societário*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 79. Sobre o empate no direito societário brasileiro, ver ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Estudos de Direito Societário – Direito Empresarial Contemporâneo I*. São Paulo, Quartier Latin, 2023, pp. 406 e ss.

622 Para exemplos de situações em que podem ocorrer impasses, ver FERREIRA, Mariana Martins Costa. *Buy or Sell e Opções de Compra e Venda para Resolução de Impasse Societário*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, pp. 81 e 82.

de administração⁶²³⁻⁶²⁴, com sérios prejuízos à vida da sociedade⁶²⁵, ou até mesmo sua paralização.

Via de regra, no direito societário, a solução dos impasses societários se dá quando da aplicação do princípio da maioria⁶²⁶ e sem que se possa alcançar a maioria necessária para a deliberação ou decisão colegiada. As hipóteses que exigem unanimidade de votos, em geral, não acarretam a paralização da sociedade⁶²⁷.

Cumprе mencionar que nem sempre os impasses são relevantes, apenas têm importância aqueles casos que causam prejuízos sérios à companhia⁶²⁸, inviabilizando a execução de atos que sejam essenciais ao seu funcionamento e ao desenvolvimento de sua atividade e do seu objeto social⁶²⁹, notadamente quando houver situações de abuso do direito de voto⁶³⁰.

623 FERREIRA, Mariana Martins Costa. *Buy or Sell e Opções de Compra e Venda para Resolução de Impasse Societário*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 65.

624 São os impasses verdadeiro calcanhar de aquiles das sociedades igualitárias, conforme FLEISCHER, Holger, SCHNEIDER, Stephan, Shoot-Out Clauses in Partnerships and Close Corporations – An Approach from Comparative Law and Economic Theory (July 1, 2011). *European Company and Financial Law Review* (ECFR), Vol. 9, No. 1, p. 36.

625 MARTINS-COSTA, Judith. “A cláusula de Buy or Sell na perspectiva do direito das obrigações”. In: VENANCIO FILHO, Alberto; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna (Orgs.). *Lei das S.A. em seus 40 anos*. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 539.

626 ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Abuso de Minoria em Direito Societário*. São Paulo: Malheiros, 2014, pp. 46 e ss.

627 Como é o caso da transformação da companhia para a qual prevê-se quórum de unanimidade, cf. art. 221 da Lei n. 6.404/1976.

628 O problema pode ser especialmente relevante para companhias de pequeno e médio porte, como analisado por NEVILLE, Mette. *A Statutory Buy-Out Right in SMEs - An Important Corporate Governance Mechanism and Minority Protection?* (January 1, 2010). *COMPANY LAW AND SMEs*, Mette Neville & Karsten Engsig Sørensen, eds., Thomson Reuters, 2010, Nordic & European Company Law Working Paper No. 10-03, pp. 251 e 252.

629 FERREIRA, Mariana Martins Costa. *Buy or Sell e Opções de Compra e Venda para Resolução de Impasse Societário*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 68.

630 ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Abuso de Minoria em Direito Societário*. São Paulo: Malheiros Editores, 2014, pp. 139 e ss. Notar que o abuso de voto pode resultar em impasse artificial.

Na prática societária, verificam-se mecanismos convencionais variados para a superação de impasses, incluindo negociações entre executivos de alto nível das partes envolvidas, mediação, arbitragem, alienação de participações a terceiros, bem como a cláusula de *buy or sell*⁶³¹, a qual será objeto de detalhamento no capítulo seguinte.

Todos os mecanismos acima mencionados objetivam a superação do impasse com a manutenção da atividade empresarial, evitando-se a solução mais drástica da dissolução. Seu uso é especialmente relevante no contexto das companhias fechadas⁶³², já que em companhias abertas a liquidez das ações poderia funcionar como um mecanismo de saída, aliviando a pressão dos problemas decorrentes das relações societárias.

3. QUALIFICAÇÃO DA CLÁUSULA *BUY OR SELL*

Na definição de Mariana Martins-Costa Ferreira “*As cláusulas buy or sell são negócios jurídicos e têm como objetivo regular o procedimento ao qual as partes deverão se submeter para definição dos elementos do contrato de compra e venda para a transferência das suas ações ou quotas*”⁶³³. A cláusula *buy or sell* estabelece parâmetros objetivos para eventual negócio de compra e venda de participações societárias, caso venham a existir situações que funcionem como seu gatilho. Assim,

631 Neste trabalho, damos especial atenção à utilização de tal cláusula no contexto de impasses, mas tem-se notícia de sua utilização no tratamento da saída de sócios de determinada sociedade mesmo na ausência de conflitos, ver YAKIMOWSKI, Laurance, NORDICK, Kirk, MAHER, Derek, DOLAN, Mark. “Buy-Sell provisions in shareholders agreements”. Saskatchewan Legal Education Society Inc., seminar, Corporate Divorce, November 2004, Regina, Saskatchewan, pp. 10 e 11.

632 Ainda maior relevância têm os mecanismos para a solução de impasses (*Pattsituationen* ou *deadlocks*) nas sociedades chamadas de paritárias ou burras em que as participações são iguais (50/50), conforme ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Abuso de Minoria em Direito Societário*. São Paulo: Malheiros, 2014, pp. 41, 427 e 428 e FERREIRA, Mariana Martins Costa. *Buy or Sell e Opções de Compra e Venda para Resolução de Impasse Societário*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, pp. 54 e ss., que traz dados da relevância numérica das sociedades paritárias no Estado de São Paulo.

633 FERREIRA, Mariana Martins Costa. *Buy or Sell e Opções de Compra e Venda para Resolução de Impasse Societário*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, pp. 98 e 99.

normalmente em sociedades com apenas dois sócios, torna-se possível que um dos acionistas adquira a participação do outro de acordo com procedimento que permite ofertas de ambos os lados.

Não se tratando de negócio típico, o princípio da liberdade contratual permite que as partes, em tese, discutam, negociem e escolham os termos que lhes pareçam mais adequados para a saída de um deles nos casos de impasses devidamente qualificados, respeitadas as normas cogentes de aplicação geral. Os impasses que dão lugar à aplicação da cláusula *buy or sell* geralmente são caracterizados com relação a matérias previamente definidas e que se mostrem de relevância para a sociedade⁶³⁴, entre os quais encontramos mudanças estruturais (incluindo cisões e incorporações), novos planos de investimentos, estratégia de negócios e entrada de novos sócios.

Na prática, verificam-se diversas modalidades de tais cláusulas. Todas partem do ponto comum do impasse, mas o procedimento de apresentação de propostas pode variar. Abaixo apresentamos as características mais notáveis das espécies de cláusula *buy or sell*⁶³⁵ referidas pela doutrina com maior frequência⁶³⁶.

- a. *Russian Roulette*:** nesta modalidade, diante de um impasse, um dos sócios tem o direito de notificar o outro com a informação do valor que pagaria pela aquisição da participação societária do outro sócio ou que aceitaria para alienar a sua própria participação. O sócio notificado deve decidir se prefere vender ou comprar⁶³⁷. O valor oferecido não precisa

634 FLEISCHER, Holger, SCHNEIDER, Stephan. Shoot-Out Clauses in Partnerships and Close Corporations – An Approach from Comparative Law and Economic Theory (July 1, 2011). European Company and Financial Law Review (ECFR), Vol. 9, No. 1, p. 38.

635 Na doutrina francesa, existe referência à cláusula de *buy or sell* como “cláusula americana” como testemunho da origem da cláusula, ver GALBOIS, Diane. *La clause de buy or sell à l'épreuve du droit des obligations*. Dissertação de mestrado, Faculdade de Direito, Université Panthéon-Assas Paris II, 2011, p. 6.

636 FERREIRA, Mariana Martins Costa. *Buy or Sell e Opções de Compra e Venda para Resolução de Impasse Societário*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, pp. 103 a 111.

637 LANDEO, Claudia, SPIER, Kathryn. “Shotguns and deadlocks”, *Yale Journal on Regulation*, Vol. 31. n. 1, 2014, p. 157. Exemplo de cláusula neste sentido encontra-se

estar baseado nem em laudo de avaliação nem em qualquer documento preparado por terceiro independente⁶³⁸. Parece ser o modelo de uso mais frequente. Há também referência a ajuste contratual inverso: a notificação trataria de oferta de venda e não de compra⁶³⁹.

- b. *Texas Shoot-out*:** consiste em certa variação da modalidade descrita no item anterior. A notificação original se dá de igual forma. No entanto, o sócio notificado pode, além de aceitar alienar a sua participação societária ou adquirir a participação do sócio notificante, fazer uma contraproposta de maior valor (normalmente um percentual mínimo previsto contratualmente), o que daria lugar a um processo competitivo de lances em várias rodadas⁶⁴⁰ até que uma das partes aceitasse a venda de sua participação⁶⁴¹.
- c. *Terceira variação*:** na presença de cláusula desta espécie, qualificado o impasse que permite a aplicação da cláusula *buy or sell*, as partes disporiam de um prazo pré-determinado para enviar correspondência a um terceiro independente, previamente nomeado para tais fins, indicando o valor que estariam dispostos a pagar pela participação societária do outro sócio. O sócio que houver feito a maior proposta tem

em BLANCHET, Gabriela Alves Mendes. *A Cláusula Shotgun (Buy or Sell) em Acordos de Acionistas*. São Paulo: Almedina, 2021, p. 127.

638 Cumpre ressaltar que, mesmo quando o preço é determinado unilateralmente, pelo sócio ofertante, entendemos que não se cogita na aplicabilidade da restrição prevista no art. 489 do Código Civil, cf. FERREIRA, Mariana Martins Costa. *Buy or Sell e Opções de Compra e Venda para Resolução de Impasse Societário*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 259.

639 ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Abuso de Minoria em Direito Societário*. São Paulo: Malheiros, 2014, p. 422.

640 FLEISCHER, Holger, SCHNEIDER, Stephan, Shoot-Out Clauses in Partnerships and Close Corporations – An Approach from Comparative Law and Economic Theory (July 1, 2011). *European Company and Financial Law Review (ECFR)*, Vol. 9, No. 1, p. 39.

641 Neste sentido, o exemplo de cláusula proposto por MARTINS-COSTA, Judith. “A cláusula de Buy or Sell na perspectiva do direito das obrigações”. In: VENANCIO FILHO, Alberto; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna (Orgs.). *Lei das S.A. em seus 40 anos*. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 540.

o direito de adquirir a participação do outro⁶⁴². Também referida como *Mexican shoot-out* ou *Danish auction*.

Como já referido, uma das vantagens associada com mais frequência à cláusula é que ela promoveria a oferta de preços justos, já que valor ofertado pode ser usado tanto para aquisição da participação de um sócio como para a alienação da própria participação. Também se afirma que o procedimento pode ser mais veloz⁶⁴³ e menos custoso para as partes⁶⁴⁴. Quanto às desvantagens do uso da cláusula, destaque-se a impossibilidade de previsibilidade de resultado final, já que um sócio que pretendia permanecer na sociedade pode ver-se obrigado a retirar-se e vice-versa⁶⁴⁵, o que pode prejudicar planos de longo prazo de um dos sócios⁶⁴⁶.

Apesar de complexa qualificação jurídica⁶⁴⁷, Judith Martins-Costa defende que “*decompondo-se a estrutura de uma cláusula de buy or sell percebe-se estarem aí reunidos e combinados, traços de obrigações*

642 LOBO, Carlos Augusto da Silveira. Acordo de Acionistas. In: BULHÕES PEDREIRA, José Luiz; LAMY FILHO, Alfredo (Coord.). Direito das companhias. Rio de Janeiro: Forense, 2009, Volume I, p. 471.

643 CRAVEIRO, Marina Conti. *Contratos entre Sócios. Interpretação e Direito Societário*. São Paulo, Quartier Latin, 2013, p. 93.

644 BLANCHET, Gabriela Alves Mendes. *A Cláusula Shotgun (Buy or Sell) em Acordos de Acionistas*. São Paulo: Almedina, 2021, p. 83.

645 FLEISCHER, Holger, SCHNEIDER, Stephan, Shoot-Out Clauses in Partnerships and Close Corporations – An Approach from Comparative Law and Economic Theory (July 1, 2011). *European Company and Financial Law Review (ECFR)*, Vol. 9, No. 1, pp. 40 e 41.

646 Para exemplos de cláusulas, fazemos referências aos modelos/exemplos citados em obras consultadas para a elaboração deste trabalho, quais sejam: BLANCHET, Gabriela Alves Mendes. *A Cláusula Shotgun (Buy or Sell) em Acordos de Acionistas*. São Paulo: Almedina, 2021, pp. 125 e ss., MARTINS-COSTA, Judith. “A cláusula de Buy or Sell na perspectiva do direito das obrigações”. In: VENANCIO FILHO, Alberto; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna (Orgs.). *Lei das S.A. em seus 40 anos*. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 540.

647 MARTINS-COSTA, Judith. “A cláusula de Buy or Sell na perspectiva do direito das obrigações”. In: VENANCIO FILHO, Alberto; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna (Orgs.). *Lei das S.A. em seus 40 anos*. Rio de Janeiro: Forense, 2017, pp. 557 e 558. A mesma autora refere-se à estranheza de um ornitorrinco para comparar a cláusula *buy or sell*, ilustrando muito bem a união de diversos elementos em obrigação atípica.

alternativas, bem como a presença de negócio jurídico unilateral (oferta) e de direito formativo gerador (a aceitação, por vezes procedida pela forma do leilão), bem como de direitos formativos modificativos e extintivos (o direito de ativar a cláusula e o de optar entre a posição de comprador e a de vendedor) de cujo exercício resultará contrato de compra e venda (negócio jurídico bilateral).”⁶⁴⁸ A mesma autora conclui a análise da qualificação jurídica afirmando que “a cláusula é lícita, podendo ser perfeitamente acomodada às categorias dogmáticas do Direito brasileiro.”⁶⁴⁹

Entende-se, assim, que a cláusula *buy or sell*, modelo obrigacional atípico e misto, qualifica-se como contrato preparatório, que é bilateral⁶⁵⁰, oneroso, aleatório e condicionado, não se cuidando de meras tratativas nem de contrato preliminar⁶⁵¹, tendo como causa impasses societários devidamente qualificados.

648 MARTINS-COSTA, Judith. “A cláusula de Buy or Sell na perspectiva do direito das obrigações”. In: VENANCIO FILHO, Alberto; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna (Orgs.). *Lei das S.A. em seus 40 anos*. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 543.

649 MARTINS-COSTA, Judith. “A cláusula de Buy or Sell na perspectiva do direito das obrigações”. In: VENANCIO FILHO, Alberto; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna (Orgs.). *Lei das S.A. em seus 40 anos*. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 549.

650 Carlos Augusto da Silveira Lobo entende que mais adequada a qualificação como negócio, cf LOBO, Carlos Augusto da Silveira. *Acordo de Acionistas*. In: BULHÕES PEDREIRA, José Luiz; LAMY FILHO, Alfredo (Coord.). *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, Volume I, p. 471.

651 FERREIRA, Mariana Martins Costa. *Buy or Sell e Opções de Compra e Venda para Resolução de Impasse Societário*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 150. A autora traz interessantes notas referentes à discussão do tema à luz do direito francês, com várias referências a GALBOIS, Diane. *La clause de buy or sell à l'épreuve du droit des obligations*. Dissertação de mestrado, Faculdade de Direito, Université Panthéon-Assas Paris II, 2011.

4. REFERÊNCIAS JURISPRUDENCIAS E CASOS HIPOTÉTICOS

4.1 A CLÁUSULA *BUY OR SELL* NA JURISPRUDÊNCIA

Como mencionado anteriormente, são raros os casos da jurisprudência nacional que tratam da cláusula *buy or sell*⁶⁵², tendo sido identificados apenas dois precedentes que tocam, ainda que não de maneira incisiva, a matéria. O primeiro caso tem origem no Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro⁶⁵³ e chegou ao Superior Tribunal de Justiça⁶⁵⁴ e trata de solicitação de revisão do preço de compra, mas ambas as instâncias entenderam que a aplicação de cláusula *buy or sell* contemplava um preço negocial e não um preço baseado em valor patrimonial. O outro caso foi identificado no Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo⁶⁵⁵ e trata da solução de impasse em acordo de sócio, sem, contudo, referências ao conteúdo da cláusula *buy or sell*.

A jurisprudência estrangeira também não parece ser abundante⁶⁵⁶. Aparentemente, a jurisprudência norte-americana, especificamente no estado de Nova Iorque, defende a licitude da

652 FERREIRA, Mariana Martins Costa. *Buy or Sell e Opções de Compra e Venda para Resolução de Impasse Societário*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, pp. 99 e 100 e BLANCHET, Gabriela Alves Mendes. *A Cláusula Shotgun (Buy or Sell) em Acordos de Acionistas*. São Paulo: Almedina, 2021, pp. 20 a 23. Ademais, detalhes relevantes dos casos identificados não podem ser verificados, nem mesmo quanto à análise do conteúdo da cláusula *buy or sell*, razão pela qual são pouco úteis para a discussão aqui proposta.

653 Apelação Civil n. 0210044-63.1998.8.19.001, Rel. Desembargador Luis Fernando Ribeiro de Carvalho, 3ª Câmara Cível do Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro, data de julgamento 28.10.2008 e data de publicação 14.11.2008.

654 Decisão monocrática no Agravo de Instrumento n. 1.301.616 - RJ, Rel. Ministro Vasco Della Giustina (Desembargador Convocado do TJ/RS), data de julgamento 23.03.2011, DJE 31.03.2011.

655 Agravo de Instrumento n. 2190473-21 2014.8.26.0000, Rel. Des. Fortes Barbosa; Comarca: Araraquara, 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial do Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, data de julgamento 03.02.2015, data de registro 06.02.2015.

656 FERREIRA, Mariana Martins Costa. *Buy or Sell e Opções de Compra e Venda para Resolução de Impasse Societário*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, pp. 100, nota de rodapé 215, com referências a decisões judiciais estrangeiras.

cláusula *buy or sell*, bem como a forma da definição do preço, sem vinculação a referências a valores que poderiam vir a ser pagos por terceiros⁶⁵⁷.

Com relação à escassez de casos, há que se cogitar a possibilidade de que os acordos que contenham a cláusula *buy or sell* refiram-se à arbitragem como método de solução de disputas, razão pela qual os casos seriam sigilosos e não poderiam chegar ao conhecimento público⁶⁵⁸.

4.2 CASOS HIPOTÉTICOS PARA DISCUSSÃO DE ASPECTOS RELEVANTES

A impossibilidade de análise detalhada de precedentes jurisprudenciais abre caminho para discussão de casos hipotéticos que contenham elementos relevantes para as discussões a que se propõe o presente artigo.

4.2.1 SÓCIOS COM CONHECIMENTOS ESPECÍFICOS SEMELHANTES X CONHECIMENTOS ESPECÍFICOS DISTINTOS

Maria e Mônica pretendem constituir uma sociedade limitada com participações igualitárias. Ambas têm conhecimentos específicos

657 SHILKOFF, INC., etc Plaintiff-Appellant, v. 885 THIRD AVENUE CORPORATIO, et al., Defendants-Respondents, Supreme Court, Appellate Division, First Department, Nova Iorque, 21.11.2002, disponível em https://casetext.com/pdf-downloaded?download_redirect=shilkoff-v-885-third-avenue-corp.

658 Ver FERREIRA, Mariana Martins Costa. *Buy or Sell e Opções de Compra e Venda para Resolução de Impasse Societário*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, pp. 33, 34 e 101, com referência a procedimento arbitral envolvendo acionistas da Santos Brasil S.A. cujo acordo de controle previa a cláusula *buy or sell*, sem condicioná-la a impasse. Neste ponto, cumpre fazer rápida referência aos prejuízos que podem ser causados ao desenvolvimento do direito societário, tendo em vista o sigilo dos casos, como bem aponta MUNHOZ, Eduardo Secchi. “A importância do sistema de solução de conflitos para o direito societário: limites do instituto da arbitragem”. In: YARSHEL Flávio Luiz, PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (coords.). *Processo Societário*. São Paulo: Quartier Latin, 2012, pp. 80 e ss.

a respeito de marketing em redes sociais, sendo que o objeto da sociedade será a prestação de serviços de tal natureza. Maria e Mônica têm condições financeiras semelhantes, os investimentos necessários para a constituição da sociedade não consumirão todas as suas reservas financeiras. Este é um caso em que a cláusula de *buy or sell* seria um mecanismo de resolução de impasse eficiente (ainda que não deva ser usado isoladamente, mas sim em conjunto com outros mecanismos, e depois de exauridas vias que incentivem acordos amigáveis). Verifica-se no caso simetria entre sócios, tanto informacional quanto financeira. Ademais, a sociedade pode continuar a executar o seu objeto com apenas uma das sócias.

Ana e Amanda também pretendem constituir uma sociedade limitada com participações igualitárias para a prestação de serviços de arquitetura. Apenas as duas trabalharão na sociedade. Enquanto Ana é uma arquiteta experiente, Amanda é recém-formada, e não tem experiência relevante. As características do caso não orientam a utilização da cláusula *buy or sell*, porque a eventual aquisição da participação societária de Ana por Amanda faria com que a sociedade não mais dispusesse de pessoa com conhecimentos específicos necessários para a execução do objeto social. É possível constatar assimetria de informação entre sócios.

Já se demonstra que a análise de características casuísticas é essencial para a avaliação da conveniência da cláusula *buy or sell*.

4.2.2 SÓCIOS COM CAPACIDADE FINANCEIRA DISTINTA

João e José pretendem constituir sociedade limitada com participações igualitárias que se dedicará à comercialização de frutas e verduras. Os investimentos necessários para o início dos negócios consumiram todas as poupanças de João, mas José ainda mantém reservas financeiras relevantes. Em tal caso, entendemos que não é recomendável a utilização da cláusula *buy or sell*, já que presentes o impasse e as condições para a sua aplicação, João não teria capacidade

financeira de adquirir a participação societária de José, o que, na prática, significa que ele ficaria sem uma real opção de escolha⁶⁵⁹. Como atenuante para a situação, convém a avaliar a definição de prazos para aceitação ou realização de oferta que possibilitem à parte interessada buscar fontes de financiamento.

4.2.3 SOCIEDADE EM CRISE FINANCEIRA

Fernanda e Flávia são sócias com iguais participações em sociedade que se dedica à comercialização de peças de vestuário feminino. A sociedade encontra-se em crise financeira que parece ser passageira, com boas perspectivas de melhorias e crescimento em médio prazo. Para superar a crise momentânea, no entanto, é necessário que a sociedade contrate financiamento de curto de prazo para fazer frente às obrigações da sociedade com vencimento no curto prazo. Foi identificada fonte de financiamento em boas condições, sem exigência de garantia pessoal das sócias. A contratação do financiamento depende da aprovação de ambas as sócias. Verifica-se impasse e os acordos societários preveem a cláusula *buy or sell* na modalidade *Russian Roulette*. Fernanda votou a favor da contratação do financiamento e Flávia votou contra. No entanto, Flávia sabe que a crise pode ser momentânea, mas que Fernanda não teria condições financeiras de adquirir sua participação. Assim, Flávia notifica Fernanda para que esta compre a participação de Flávia ou venda sua participação por um valor reconhecidamente baixo, mas que Fernanda não tem condições de pagar. Fernanda fica obrigada a vender sua participação por valor reconhecidamente baixo. Neste caso, vê-se hipótese para a qual chama atenção o Comitê de Direito Societário da

659 Como bem menciona Marcelo Vieira von Adamek, a cláusula *buy or sell* tende a beneficiar o sócio com maior disponibilidade financeira. cf. *Abuso de Minoria em Direito Societário*. São Paulo: Malheiros, 2014, p. 422 e também FERREIRA, Mariana Martins Costa. *Buy or Sell e Opções de Compra e Venda para Resolução de Impasse Societário*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 243.

Ordem dos Advogados da Cidade de Nova Iorque⁶⁶⁰: impasse não real, o qual é criado para ser utilizado com fins abusivos.

4.2.4 ABUSO DE MINORITÁRIO NA REDAÇÃO ORIGINAL DO CÓDIGO CIVIL

Há que se pensar também em casos em que o haja sócio minoritário cujo voto seja necessário para aprovação de matéria cujo quórum de aprovação não seja alcançado com sócio que detém 66% de participação no capital social (matérias de quórum qualificado). Tal caso poderia dar-se em deliberação de fusão de sociedade limitada cujo quórum de aprovação era de $\frac{3}{4}$ do capital social (Código Civil, art. 1076, inc. I, em sua redação original⁶⁶¹) na hipótese de M&A para formação de nova sociedade com sócio estratégico líder no setor de atuação, com condições bastante atrativas. Tecnicamente, o sócio minoritário teria condições de vetar a operação, mesmo que, para tanto, exerça o seu direito de voto com abuso, sem o devido cuidado ao interesse social. Ficaria assim verificado o impasse na sociedade, prejudicando o desenvolvimento de suas atividades. A existência da cláusula *buy or sell* nesta hipótese pode ser útil, já que o sócio majoritário poderia, mediante a sua aplicação, acabar por adquirir a participação minoritária, com algum ganho para o minoritário. Parece-nos, no entanto, que, na verdade, a existência da cláusula *buy or sell* em si acabaria por incentivar o comportamento abusivo do sócio minoritário, forçando a ocorrência de um impasse. Pode ser que na ausência da cláusula, o sócio minoritário votasse, no primeiro momento, a favor da fusão, da qual ele também se beneficiaria.

660 the Corporation Law Committee of the Association of the Bar of the City of New York. “The Enforceability and Effectiveness of Typical Shareholders Agreement Provisions.” *The Business Lawyer*, vol. 65, no. 4, 2010, p. 1191.

661 A alteração promovida no Código Civil pela Lei n. 14.451/20023 alterou tal quórum, que passou a ser somente mais da metade do capital social.

Em vista da alteração no Código Civil, a relevância do caso hipotético fica restrita aos casos em que não haja sócio que seja titular de quotas que representem mais da metade do capital social.

5. CONCLUSÕES

A cláusula *buy or sell* é, sem espaço para dúvidas, instituto jurídico útil para a superação de impasses societários, principalmente quando se tratar de sociedades cujos acionistas tenham participações igualitárias e posições financeiras e informacionais simétricas, evitando-se a paralisia e a perda de valores para a sociedade e seus sócios. Ademais, é plenamente lícita no ordenamento brasileiro. Não é, no entanto, a solução ótima para todos os tipos de impasses societários que possam vir a existir. Não parece ser apropriada para companhias abertas, mas mais adequada a companhias fechadas ou sociedades limitadas.

As reflexões e discussões havidas neste trabalho indicam que os casos em que os sócios tenham condições (financeiras e técnicas) semelhantes, bem como disponham de informações em geral equivalentes são o melhor cenário para a aplicação equilibrada da cláusula *buy or sell*. Os impasses que dão lugar à aplicação da cláusula *buy or sell* devem ser relevantes, bem qualificados e causadores de reais prejuízos à sociedade ou à sua operação. Na ausência de tais condições, a conveniência da cláusula é bastante questionável.

Assim, nas sociedades, em que um dos sócios (i) dispõe de conhecimentos específicos úteis para a sociedade, (ii) tem acesso a informações mais relevantes que o outro sócio, ou (iii) possui condições financeiras distintas do outro sócio, não parece ser aconselhável a inclusão de cláusula *buy or sell* em acordos societários, parecendo ser preferível ser privilegiados outros mecanismos para a resolução de impasse societário, inclusive mediação, arbitragem ou acesso ao poder judiciário.

Importante considerar que execução da cláusula *buy or sell* pode acarretar compromissos financeiros relevantes e que nem sempre as

partes tenham ou mantenham condições de cumprir suas obrigações em tal momento. Neste contexto, nos casos em que as condições permitirem, deve ser avaliada a possibilidade de contratação de garantias financeiras cruzadas que de fato garantam os pagamentos decorrentes da cláusula *buy or sell*⁶⁶². Outra preocupação deve ser a previsão de prazo razoável para que a parte notificada tenha a real possibilidade de viabilizar financiamento para a sua contraoferta ou oferta concorrente.

As cláusulas *buy or sell* têm especial relevância no contexto das transações de *mergers & acquisitions* já que o impasse com relação a tais transações usualmente funciona como gatilho para a sua aplicação, bem como a sua presença em acordos societários tem impactos relevantes na vida da sociedade.

A avaliação quanto à conveniência da utilização da cláusula *buy or sell* deve ser feita casuisticamente levando em consideração os elementos aqui descritos, com especial atenção às assimetrias entre as partes, potenciais ou existentes.

662 Provavelmente serão poucos os casos em que tal cenário seja possível, tendo em vista o alto custo associado à contratação de garantias financeiras.

BIBLIOGRAFIA

ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Abuso de Minoria em Direito Societário*. São Paulo: Malheiros, 2014.

----- . *Estudos de Direito Societário – Direito Empresarial Contemporâneo 1*. São Paulo, Quartier Latin, 2023.

BLANCHET, Gabriela Alves Mendes. *A Cláusula Shotgun (Buy or Sell) em Acordos de Acionistas*. São Paulo: Almedina, 2021.

CRAVEIRO, Marina Conti. *Contratos entre Sócios. Interpretação e Direito Societário*. São Paulo, Quartier Latin, 2013.

FERREIRA, Mariana Martins Costa. *Buy or Sell e Opções de Compra e Venda para Resolução de Impasse Societário*. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

FLEISCHER, Holger, SCHNEIDER, Stephan. Shoot-Out Clauses in Partnerships and Close Corporations – An Approach from Comparative Law and Economic Theory (July 1, 2011). *European Company and Financial Law Review (ECFR)*, Vol. 9, No. 1, pp. 35-50, March 2012, Max Planck Private Law Research Paper No. 11/13, disponível em <https://ssrn.com/abstract=1963118>.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França. *Invalidez das Deliberações de Assembléias das S.A.* São Paulo, Malheiros, 1999.

FRUTOS, Maria Angeles de, KITTSTEINER, Efficient partnership dissolution under buy/sell clauses. *The Rand Journal of Economics*, Vol. 39, N. 01 (Spring 2008), disponível em <https://www.jstor.org/stable/25046369>.

GALBOIS, Diane. *La clause de buy or sell à l'épreuve du droit des obligations*. Dissertação de mestrado, Faculdade de Direito, Université Panthéon-Assas Paris II, 2011, disponível em <https://docassas.u-paris2.fr/>

nuxeo/site/esupversions/7e94c370-12b9-497a-97f7-c386176b8b22?inline

LANDEO, Claudia, SPIER, Kathryn. “Shotguns and deadlocks”, Yale Journal on Regulation, Vol. 31. n. 1, 2014, disponível em <https://openyls.law.yale.edu/handle/20.500.13051/8191>.

LOBO, Carlos Augusto da Silveira. Acordo de Acionistas. In: BULLHÕES PEDREIRA, José Luiz; LAMY FILHO, Alfredo (Coord.). Direito das companhias. Rio de Janeiro: Forense, 2009, Volume I.

MARTINS-COSTA, Judith. “A cláusula de Buy or Sell na perspectiva do direito das obrigações”. In: VENANCIO FILHO, Alberto; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna (Orgs.). Lei das S.A. em seus 40 anos. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. “A importância do sistema de solução de conflitos para o direito societário: limites do instituto da arbitragem”. In: YARSHEL Flávio Luiz, PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (coords.). Processo Societário. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

NEVILLE, Mette. A Statutory Buy-Out Right in SMEs - An Important Corporate Governance Mechanism and Minority Protection? (January 1, 2010). COMPANY LAW AND SMEs, Mette Neville & Karsten Engsig Sørensen, eds., Thomson Reuters, 2010, Nordic & European Company Law Working Paper No. 10-03, disponível em <https://ssrn.com/abstract=1709954>.

The Corporation Law Committee of the Association of the Bar of the City of New York. “*The Enforceability and Effectiveness of Typical Shareholders Agreement Provisions.*” The Business Lawyer, vol. 65, no. 4, 2010, disponível em <https://www.nybar.org/pdf/report/uploads/20071830-TheEnforceabilityandEffectivenessofTypicalShareholderAgreementProvisionsforweb.pdf>

YAKIMOWSKI, Laurance, NORDICK, Kirk, MAHER, Derek, DOLAN, Mark. “Buy-Sell provisions in shareholders agreements”. Saskatchewan Legal Education Society Inc., seminar, Corporate Divorce, November 2004, Regina, Saskatchewan, disponível em <https://library.lawsociety.sk.ca/inmagicgenie/documentfolder/ac4297.pdf>.