



FACULDADE BAIANA DE DIREITO
CURSO DE GRADUAÇÃO EM DIREITO

ARTHUR RODRIGO COUTO CARVALHO DE SANTANA

**CLÁUSULA DE BREAK-UP FEE NAS OPERAÇÕES DE
M&A: CLÁUSULA PENAL E A APLICAÇÃO DA
RAZOABILIDADE E PROPORCIONALIDADE NA
MULTA ESTIPULADA COMO GARANTIA DE
PROTEÇÃO DAS PARTES ENVOLVIDAS**

Salvador
2022

ARTHUR RODRIGO COUTO CARVALHO DE SANTANA

**CLÁUSULA DE BREAK-UP FEE NAS OPERAÇÕES DE
M&A: CLÁUSULA PENAL E A APLICAÇÃO DA
RAZOABILIDADE E PROPORCIONALIDADE NA
MULTA ESTIPULADA COMO GARANTIA DE
PROTEÇÃO DAS PARTES ENVOLVIDAS**

Monografia apresentada ao curso de graduação em Direito, Faculdade Baiana de Direito e Gestão, como requisito parcial para obtenção do grau de bacharel em Direito.

Orientador: Prof. Ermiro Ferreira Neto

Salvador
2022

TERMO DE APROVAÇÃO

ARTHUR RODRIGO COUTO CARVALHO DE SANTANA

CLÁUSULA DE BREAK-UP FEE NAS OPERAÇÕES DE M&A: CLÁUSULA PENAL E A APLICAÇÃO DA RAZOABILIDADE E PROPORCIONALIDADE NA MULTA ESTIPULADA COMO GARANTIA DE PROTEÇÃO DAS PARTES ENVOLVIDAS

Monografia aprovada como requisito parcial para obtenção do grau de bacharel em Direito, Faculdade Baiana de Direito e Gestão, pela seguinte banca examinadora:

Nome: _____

Titulação e instituição: _____

Nome: _____

Titulação e instituição: _____

Nome: _____

Titulação e instituição: _____

Salvador, ___/___/2022

AGRADECIMENTOS

Primeiramente agradeço aos meus pais por todo o amor, incentivo e por sempre dizer “sim” aos meus sonhos.

Agradeço a minha irmã pela torcida, amor, preocupação e parceria de sempre.

A minha companheira, Gabriela, por todo o amor, força e incentivo que me deu ao longo dessa trajetória.

A Deus por ter me dado força e saúde para superar os obstáculos.

Ao meu orientador Prof. Ermiro Ferreira Neto, por toda a atenção, cuidado, incentivo e orientação ao longo de todo o processo de estudo e escrita.

A esta universidade, seu corpo docente e coordenação, por nos proporcionar uma aprendizagem além do comum e pela ótima estrutura disponibilizada aos discentes.

E a todos e todas que direta e indiretamente fizeram parte da minha formação, o meu eterno agradecimento.

“A tarefa não é tanto ver aquilo que ninguém viu, mas pensar o que ninguém ainda pensou sobre aquilo que todo mundo vê.”

Arthur Schopenhauer

RESUMO

O presente trabalho monográfico tem por objetivo analisar a aplicação da cláusula de *Break-up Fee* nas operações de M&A, fazendo uma adequação ao Direito brasileiro, e verificar os aspectos necessários para que a sua eficácia seja garantida. O crescimento no número de operações de M&A faz com que seja necessário um maior desenvolvimento nas esferas de proteção das partes envolvidas no negócio, de modo que recaia sobre elas o sentimento de segurança jurídica. Nesse aspecto, surgem as cláusulas de *Break-up Fee*, mecanismo através do qual as partes realizam a alocação dos riscos que existentes nas fases de assinatura dos contratos e fechamento da operação, de maneira que a configuração de um dos riscos gera à parte obrigada o dever de indenizar em razão do insucesso do negócio. Além da indenização, a cláusula de *Break-up Fee* busca, a partir de um valor estipulado, coagir as partes a adimplirem com a obrigação na forma que foi pactuado no instrumento contratual. A aplicação da referida cláusula se baseia nos aspectos de autonomia da vontade, mas não há uma previsão expressa acerca da sua aplicação no território nacional. A partir da análise da sua aplicação, a cláusula se enquadra como cláusula penal. Inicialmente, é feita a análise acerca das divergências de aplicação da cláusula entre o Brasil e os países estrangeiros. Por fim, é feita uma análise da eficácia da cláusula frente à necessidade de incidência da proporcionalidade e razoabilidade sobre o valor da multa estipulada, de modo que resulte na segurança jurídica e que seja constatado o afastamento da vulnerabilidade de todas as partes. Sob essa ótica, é feita uma análise da operação de aquisição Elon Musk X Twitter Inc. Portanto, a cláusula de *Break-up Fee* consiste em uma cláusula penal que garante a proteção das partes envolvidas nas operações de M&A, desde que observados os critérios que garantem a sua eficácia e, conseqüentemente, o cumprimento das funções coercitivas e indenizatórias.

Palavras-chave: Fusões e aquisições, cláusula de *Break-up Fee*, cláusula penal, razoabilidade e proporcionalidade, multa, segurança jurídica.

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

Art.	Artigo
BACEN	Banco Central do Brasil
CADE	Conselho Administrativo de Defesa Econômica
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
IBAMA	Instituto Brasileiro do Meio Ambiente e dos Recursos Naturais
Renováveis	
M&A	Mergers and Acquisitions
SUSEP	Superintendência de Seguros Privados

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	10
2. FORMAÇÃO DOS CONTRATOS NAS OPERAÇÕES DE M&A	15
2.1 OPERAÇÕES DE M&A	18
2.2 ETAPAS DA OPERAÇÃO	23
2.3 REGULAÇÃO NAS OPERAÇÕES DE M&A.....	26
2.4 PRINCÍPIOLOGIA APLICADA NOS CONTRATOS DE M&A	29
2.4.1 BOA-FÉ OBJETIVA.....	30
2.4.2 AUTONOMIA DA VONTADE	34
2.4.3 VENIRE CONTRA FACTUM PROPRIUM.....	35
2.4.4 PACTA SUNT SERVANDA.....	37
3. CLÁUSULA DE BREAK-UP FEE E A RESPONSABILIDADE CIVIL CONTRATUAL.....	38
3.1 ALOCAÇÃO DE RISCO E AS CLÁUSULAS INDENIZATÓRIAS	39
3.2 PRINCÍPIO DA REPARAÇÃO INTEGRAL DO DANO.....	46
3.3 CLÁUSULA DE BREAK-UP FEE E A TEORIA DO CONTRACT DESIGN 51	
3.4 APLICABILIDADE DA CLÁUSULA DE BREAK-UP FEE NO CENÁRIO BRASILEIRO.....	55
4. CLÁUSULA BREAK-UP FEE NOS CONTRATOS DE M&A: CLÁUSULA PENAL E A APLICAÇÃO DA RAZOABILIDADE E PROPORCIONALIDADE NA MULTA ESTIPULADA COMO GARANTIA DE PROTEÇÃO DAS PARTES ENVOLVIDAS	59
4.1 CLÁUSULA BREAK-UP FEE ENQUANTO CLÁUSULA PENAL.....	61
4.2 APLICAÇÃO DA RAZOABILIDADE E DA PROPORCIONALIDADE COMO MECANISMO DE PROTEÇÃO	64
4.2.1 INCIDÊNCIA DA RAZOABILIDADE E DA PROPORCIONALIDADE SOBRE A MULTA PREVISTA DA CLÁUSULA DE BREAK-UP FEE	66
4.2.2 MECANISMO DE PROTEÇÃO DAS PARTES E A VULNERABILIDADE NA OPERAÇÃO DE AQUISIÇÃO DO TWITTER	69
5. CONCLUSÃO.....	74
REFERÊNCIAS	77

1. INTRODUÇÃO

O Brasil, incluído no rol de países com economia em desenvolvimento em meados do século XX, utilizou-se, assim como os outros países pertencentes a esse seleto grupo, do Estado com caráter empresário e da atração das empresas transnacionais para implementar a internacionalização econômica do país. Dessa forma, o Estado brasileiro passou a investir em incentivos fiscais, desenvolvimento de infraestrutura, a disponibilidade de mão-de-obra barata e a grande quantidade de matéria-prima como fatores atrativos e aceleradores da economia nacional.

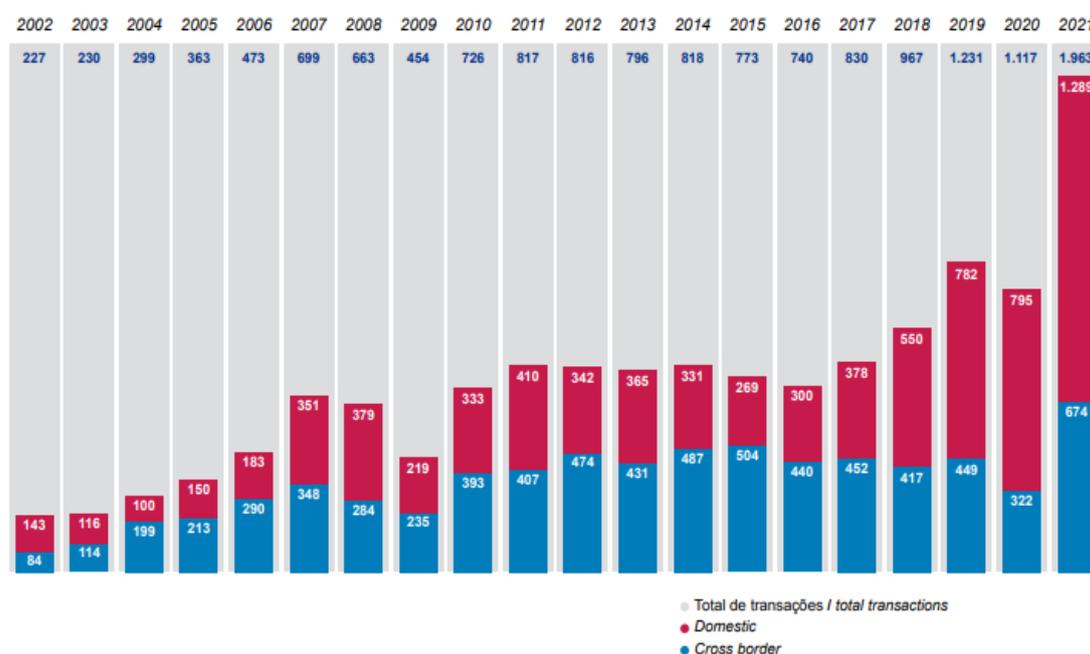
Apesar da internacionalização econômica, os países com a economia em desenvolvimento, inclusive o Brasil, passaram a apresentar um cenário no qual a dívida externa e a inflação se tornaram questões preocupantes em todos eles. O caminho adotado foi o do pensamento econômico neoliberal, no qual o Estado diminuiu significativamente a sua atuação empresarial.

A adoção do neoliberalismo pelo Brasil resultou na abertura econômica do país, principalmente a partir de 1990, por meio da implementação da terceirização nas empresas anteriormente controladas pelo Estado, pela diminuição dos impostos que incidem sobre a importação de produtos e pela desregulamentação estatal. O principal objetivo das escolhas pelas políticas neoliberais era estimular a competitividade entre as empresas no país.

Todavia, o estímulo da competitividade demonstrou ser um fator prejudicial às médias e pequenas empresas, uma vez que estas não possuíam, e ainda não possuem, recursos, créditos, suportes técnicos e tecnologia para competir com as grandes empresas que chegavam e ainda chegam ao país. Assim sendo, o mecanismo encontrado por essas empresas para possibilitar a competitividade foi a adoção dos processos de *Mergers and Acquisitions* (M&A). Além disso, a adoção de tal procedimento também tem um caráter protetivo em face da chegada de grandes investidores e empresas internacionais, que atraídas pelo cenário economicamente emergente, encontram a chance de entrar no mercado brasileiro a partir da aquisição de empresas que se veem vulneráveis frente ao grande potencial econômico dos estrangeiros.

A partir disso, o número de operações de M&A no território brasileiro têm se desenvolvido com o decorrer dos anos, alcançando novos recordes e números cada vez maiores com o passar do tempo. Conforme dados da KPMG Corporate Finance, o Brasil

tem apresentado uma curva de crescimento nos últimos vinte e cinco anos, alcançando o recorde de operações no ano de 2021¹, conforme gráfico a seguir.



© 2022 KPMG Corporate Finance Ltda., a Brazilian limited liability company and a member firm of the KPMG global organization of independent member firms affiliated with KPMG International Limited, a private English company limited by guarantee. All rights reserved.

Diante do crescimento no número de operações, o nível de complexidade dos procedimentos também se desenvolveu, ocasionando o surgimento da necessidade de enriquecimento das técnicas empregadas no decorrer do processo, de forma a garantir a segurança do negócio e das partes envolvidas. Uma das técnicas aprimoradas ao decorrer do tempo foi a elaboração das cláusulas indenizatórias, que passaram a ser mais minuciosas como forma de garantir o cumprimento do pactuado, a realização dos negócios e a proteção das partes aos possíveis danos causados por estas operações.

O crescimento na aplicação e elaboração de cláusulas indenizatórias decorrem da necessidade de responsabilização do agente responsável por ocasionar dano à parte contrária, de modo que esta deve restituir ou minimizar o dano ocasionado durante a operação ou pela frustração desta.

Dentre as cláusulas aplicadas e que decorrem do desenvolvimento técnico das operações de M&A se encontra a cláusula de *Break-up Fee* que possui o caráter indenizatório com o objetivo de reduzir os danos causados pela desistência e/ou negativa inesperada pelo órgão regulador, desempenhando o papel de alocação de riscos da

¹ Fusões e Aquisições 2021. Disponível em: <https://home.kpmg/br/pt/home/insights/2022/03/volume-fusoes-aquisicoes-alcancou-recorde-2021.html>. Acesso em: 04 ago 2022

operação. A sua aplicação busca a proteção de uma das partes no caso de impossibilidade de conclusão do negócio durante a fase final do procedimento em decorrência da configuração de uma das circunstâncias acima expostas.

Nas hipóteses de desistência, a não realização da operação de M&A já em andamento causa o prejuízo à parte que se manteve interessada no sucesso da operação, uma vez que a sua atividade operacional se manteve focada no andamento do negócio, resultando, muitas vezes, na redução da sua atividade comercial e conseqüentemente na redução no valor das suas cotas acionárias. Além disso, há uma quebra de expectativa de conclusão da operação e de confiança na parte contrária. Assim, como forma de reduzir o dano causado por um eventual insucesso da operação, é facultada às partes a inclusão da cláusula de *Break-up Fee* nos contratos que envolvem o negócio.

Já a negativa por parte de um órgão regulador ocorre pela necessidade de proteção econômica contra operações lesivas ou com potencial de dano para o equilíbrio econômico e comercial. Destaca-se a atuação do Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE), que corresponde ao órgão regulador responsável avaliar e aprovar as operações financeiras, de acordo com a Lei Antitruste. Dessa forma, a sua atuação visa proteger a concorrência no mercado brasileiro, de modo a evitar que a economia seja dominada pelos grandes grupos econômicos.

Além da aprovação do CADE, a aprovação das operações de M&A depende de outros órgãos reguladores que variam de acordo com a especificidade de cada operação. Dentre eles, pode-se destacar a Comissão de Valores Mobiliários, o Instituto Brasileiro do Meio Ambiente e dos Recursos Naturais Renováveis, entre outros, variando de acordo com o nicho de atuação das partes envolvidas.

Apesar do crescimento no índice de aplicação em função dos riscos envolvendo a desistência e/ou negativa dos órgãos reguladores, sendo uma tendência a ser consolidada nas operações de M&A, a modalidade da cláusula de *Break-up fee* não está expressamente prevista pelo ordenamento pátrio, sendo uma cláusula de origem norte-americana e fundada nas bases do *common law*. Entretanto, ao analisar a estruturação e objetivo da cláusula em questão, nota-se que essa se encontra dentro das características das cláusulas penais, estabelecidas entre os artigos 408 e 416 do Código Civil Brasileiro. Dessa forma, na esfera jurídica nacional, a cláusula de *Break-up fee* deve ser reconhecida como cláusula penal, uma vez que estas, assim como as cláusulas penais, têm o objetivo de garantir a parte lesada o direito de indenização ou de recebimento de

multa em decorrência do descumprimento de uma obrigação firmada por um instrumento contratual.

Além disso, pelo fato da cláusula de *Break-up fee* ter um caráter indenizatório, devem ser observados os critérios e proporcionalidade e razoabilidade do *quantum* determinado como multa. Isso se dá pelo fato da aplicação de uma multa desproporcional ao valor atribuído à operação não gera qualquer tipo de efeito garantidor da conclusão da operação, e muito menos é capaz de indenizar a parte prejudicada pela perda resultante da não conclusão da operação. Todavia, a necessidade de observância da proporcionalidade e razoabilidade deve incidir tanto para multas com valores abaixo do necessário quanto para multas estipuladas de forma abusiva e muito acima dos parâmetros.

Sob essa ótica, destaca-se a operação de aquisição da rede social Twitter pelo empresário sul-africano Elon Musk. O caso em questão se mostrou apenas uma jogada mercadológica especulativa do empresário, que não foi evitada em decorrência da aplicação da cláusula de *Break-up fee* de forma desproporcional e sem a razoabilidade necessária ao negócio.

Isto posto, diante do crescimento do número de operações de M&A ao longo dos anos e do desenvolvimento dos instrumentos que regem a operação, se faz necessário abordar as questões que envolvem a aplicação da cláusula de *Break-up fee* no âmbito jurídico brasileiro e sobre a forma de garantir a sua eficácia. Essa é a abordagem a seguir realizada.

A presente monografia analisa os aspectos que envolvem as questões contratuais existentes nas operações de M&A, mais especificamente no âmbito da aplicação das cláusulas de *Break-up Fee* sob a ótica do Direito brasileiro e os aspectos que garantem a sua eficácia na relação contratual. A eficácia da cláusula será abordada a partir da operação de aquisição da Twitter Inc. pelo empresário Elon Musk.

No tocante ao tipo de pesquisa, será realizada através de pesquisa qualitativa, objetivando o alcance da compreensão do tema em questão e a construção de conclusões fundamentadas. Dessa forma, os meios e recursos utilizados para a pesquisa e o alcance dos objetivos pretendidos serão artigos, a legislação brasileira, doutrinas nacionais e internacionais que tratem sobre o tema.

Assim sendo, o método de abordagem do tema será o bibliográfico, buscando parâmetros e referências em revistas científicas, artigos e livros para embasar o tema em discussão.

Com relação ao método de pesquisa a ser empregado, será o método dedutivo, elaborando, por meio de uma análise, a investigação para compreender os fatos discutidos e, ao fim, chegar a uma conclusão e um entendimento sobre o tema, de modo que a análise partirá de um aspecto geral até os pontos específicos. Sendo assim, inicialmente, será demonstrado uma análise quanto às questões vinculadas às operações de M&A na esfera contratual, para posteriormente iniciar a discussão acerca do caráter de cláusula penal das cláusulas de *Break-up Fee* e da necessidade de observância dos aspectos da razoabilidade e proporcionalidade como garantia da função indenizatória e coercitiva.

Nesse sentido, surgem os seguintes questionamentos: como se dão os aspectos contratuais e procedimentais a luz das operações de M&A? De que forma atuam os princípios do direito contratual no âmbito das operações? O que é e como atuam as cláusulas de *Break-up Fee* nas operações de M&A? As cláusulas de *Break-up Fee* se enquadram em qual espécie de cláusula contratual prevista pela legislação pátria? Como se dá a garantia da eficácia dessas cláusulas para que seja estabelecida uma relação pautada na segurança jurídica?

Os objetivos específicos da presente monografia estão distribuídos em três tópicos, dispostos em capítulos. O capítulo de número dois irá tratar acerca dos contratos e procedimentos adotados na esfera das operações de M&A. Além disso, será feita uma análise acerca dos princípios contratuais que se aplicam no âmbito das operações.

No terceiro capítulo será feita uma abordagem acerca das cláusulas de *Break-up Fee* e a responsabilidade civil contratual, trazendo ao debate questões relacionadas ao procedimento de alocação de risco associado às cláusulas indenizatórias, a incidência do princípio da reparação integral do dano e os aspectos que envolvem a conceituação e as formas de aplicação da cláusula de *Break-up Fee* nas operações nacionais e internacionais.

Por fim, o quarto e último capítulo irá abordar de forma específica o enquadramento das cláusulas de *Break-up Fee* enquanto cláusula penal, na forma estabelecida no Código Civil. Além disso, será exposta a necessidade de a multa estipulada pela cláusula estar de acordo com os parâmetros da razoabilidade e proporcionalidade, sob pena de gerar vulnerabilidade às partes envolvidas. Sob essa ótica, será feita uma análise acerca da ausência de eficácia da cláusula de *Break-up Fee* enquanto instrumento de proteção das partes na esfera da operação de aquisição da Twitter Inc pelo empresário Elon Musk.

2. FORMAÇÃO DOS CONTRATOS NAS OPERAÇÕES DE M&A

Os processos de *Mergers and Acquisitions* (M&A) ganharam notoriedade a partir da implementação do pensamento econômico neoliberal, sendo utilizada como um mecanismo de estímulo à competitividade entre as empresas, elevando a capacidade das pequenas e médias empresas competirem com as grandes corporações.

Com o passar dos anos e o desenvolvimento jurídico e econômico, essas operações passaram a ser cada vez mais complexas, onerosas e cautelosas, tendo em vista que a sua realização se mostrou como um fator relevante para a atividade empresarial e para o crescimento do sistema capitalista.

A partir desse ponto, surge a necessidade de buscar o máximo possível de proteção na realização das operações de M&A, pois um simples erro ou operação sem sucesso podem resultar em perdas significativas para os envolvidos. Dentre todos os mecanismos de proteção, destaca-se o instrumento contratual.

O contrato representa a demonstração de vontade das partes envolvidas em um negócio jurídico, de modo que pactuam e garantem a conclusão do negócio. Vale destacar que o contrato ainda desempenha o papel de, por meio de cláusula estipuladas pelas partes, determinar o modo de condução da operação e os direitos e deveres das partes envolvidas, que devem agir sempre de maneira idônea para a satisfação dos interesses envolvidos.²

Assim conceitua a autora Maria Helena Diniz:

“Contrato é o acordo de duas ou mais vontades, na conformidade da ordem jurídica, destinado a estabelecer uma regulamentação de interesses entre as partes, com o escopo de adquirir, modificar ou extinguir relações jurídicas de natureza patrimonial.”³

Assim sendo, no âmbito das operações de M&A, os contratos se tornam imprescindíveis para a realização do negócio jurídico, uma vez que ele será responsável por estabelecer as diretrizes da operação, assim como criar uma segurança jurídica e garantir, a partir da demonstração da vontade, a realização do negócio. Portanto, para a conclusão de uma operação de M&A, a celebração de contratos se faz extremamente

² GOMES, Orlando. *Contratos*. Rio de Janeiro: Forense, 2007, p. 10.

³ DINIZ, Maria Helena. *Curso de direito civil brasileiro*. vol. 3. São Paulo: Saraiva, 2008. p. 30.

necessária, de modo que não há de se falar em conclusão de um negócio sem que haja a celebração de no mínimo um contrato.

Conforme o autor Sérgio Botrel, a formação do contrato nas operações de M&A é definida a partir de quatro fases: negociações preliminares, proposta, aceitação e contratação preliminar no curso da contratação definitiva.⁴

As negociações preliminares correspondem ao marco inicial da formação dos contratos nas operações de M&A, uma vez que, por meio delas, nascem as possibilidades de construção de uma relação jurídica. Dessa forma, a formação dos contratos nas operações de M&A se dá a partir do surgimento da relação jurídica, que está condicionada ao início das tratativas preliminares.

É importante destacar que as negociações preliminares possuem um caráter extrajudicial, tendo a função apenas de iniciar a relação entre as partes, não havendo qualquer tipo de vinculação entre as partes e, conseqüentemente, não resultando em sanção caso uma das partes decida pôr fim a relação jurídica iniciada.

Todavia, deve ser feita uma ressalva acerca das indenizações em fase de negociações preliminares. A jurisprudência pátria tem adotado o entendimento de que, diante da adoção de comportamentos que resulte na parte contrária a expectativa de realização do contrato e conclusão do negócio jurídico objeto da negociação, é cabível a indenização à parte lesada pelos prejuízos causados pela descontinuidade.⁵ Tal entendimento está fundamentado com base na vedação de comportamentos contraditórios (*venire contra factum proprium*), uma vez que este resulta em um dano a tutela de confiança estabelecida pela relação jurídica iniciada e ao descumprimento com relação à adoção de comportamentos a partir da boa-fé objetiva.⁶

Passada a fase das negociações preliminares, a operação de M&A atinge a fase de apresentação da proposta, que consiste na demonstração de vontade unilateral e que possui como objetivo a formalização do interesse de formação de um contrato entre as partes envolvidas no negócio. A apresentação da proposta surge como fator responsável por gerar o efeito vinculante entre a oferta apresentada e o comprador, de modo que a parte fica obrigada a cumprir estritamente o que foi apresentado.

⁴ COUTINHO, Sergio M. B. Fusões e Aquisições.; 5ª Ed. São Paulo: Saraiva, 2017. p. 261.

⁵ RJTJRS 152/605

⁶ SCHREIBER, Anderson. A proibição de comportamento contraditório: tutela de confiança e venire contra factum proprium. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 124

A proposta se caracteriza a partir da configuração dos elementos tidos como essenciais para a formação do contrato. São tidos como elementos essenciais as especificações e o detalhamento da operação a ser realizada por meio do contrato em que consta a oferta.⁷

Apesar da majoração acerca da configuração dos elementos essenciais do contrato, é necessária uma avaliação caso a caso. O autor Jean-Luc Aubert destaca que a demonstração de tais elementos deve ser precisa. Segundo o autor, a precisão nas descrições acerca do negócio a ser realizado possibilita, associada ao valor ofertado, a verificação do caráter vinculante da oferta, uma vez que, caso uma delas seja considerada insuficiente, a proposta perderá seu efeito vinculante em função da inobservância de um elemento essencial.⁸

Apresentada a proposta, a formação dos contratos nas operações de M&A atinge a fase de Aceitação, que consiste no momento em que o oblato, destinatário da proposta, irá manifestar a sua vontade acerca da realização da operação. Assim sendo, a fase de aceitação corresponde a um negócio jurídico unilateral, e se caracteriza como o marco da conclusão de um contrato.

Dessa maneira, a conclusão de um contrato de M&A está necessariamente vinculada e condicionada manifestação da vontade do oblato, podendo esta ser expressa ou tácita. Com relação à aceitação tácita, esta encontra fundamento no Art. 432 do Código Civil, segundo o qual, “se o negócio for daqueles em que não seja costume a aceitação expressa, ou o proponente a tiver dispensado, reputar-se-á concluído o contrato, não chegando a tempo a recusa.”⁹

Ainda no âmbito da fase de Aceitação, deve ser destacado que, ao apresentar a proposta ao destinatário, não é permitida a realização de modificações na oferta, pois, se assim feito, resultará em anulação da proposta e conversão em nova proposta¹⁰, com fulcro no Art. 431 do Código Civil.¹¹

Por fim, com relação à formação dos contratos nas operações de M&A, a doutrina faz uma ressalva acerca da existência da fase de contrato preliminar nos negócios

⁷ COUTINHO, Sergio M. B. *Fusões e Aquisições.*; 5ª Ed. São Paulo: Saraiva, 2017. p. 264.

⁸ AUBERT, Jean-Luc. *Le contract: droit des obligations.* Paris: Dalloz, p. 33

⁹ BRASIL. Lei n. 10.406 de 2002. Institui o Código Civil. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406compilada.htm Acesso em: 31 mai. 2022

¹⁰ COUTINHO, Sergio M. B; *Fusões & Aquisições*; 5ª Ed. São Paulo: Saraiva, 2017. p. 266.

¹¹ BRASIL. Lei n. 10.406 de 2002. Institui o Código Civil. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406compilada.htm Acesso em: 31 mai. 2022

em que, no curso das negociações preliminares, as partes decidem se resguardar com a celebração de um contrato futuro.

Conforme o Art. 432 do Código Civil, o contrato preliminar consiste em um mecanismo que contempla todos os requisitos essenciais do contrato, apenas divergindo do contrato definitivo com relação à forma.¹²

Segundo entendimento da autora Maria Helena Diniz, o contrato preliminar apresenta uma função preparatória e tem o condão de determinar os contornos do contrato definitivo, sendo o responsável pelo surgimento de direitos e deveres para as partes envolvidas, ou seja, representa uma obrigação de fazer.¹³

Com relação às peculiaridades de aplicação dos contratos preliminares, o autor Enzo Roppo destaca que este ocorre quando:

“As partes já definiram os termos essenciais da operação econômica que tencionam realizar mas não querem passar de imediato a actual-la juridicamente, não querem concluir, desde já, o contrato produtor dos efeitos jurídicos-econômicos próprios da operação; preferem remeter a produção de tais efeitos para um momento subsequente, mas, ao mesmo tempo, desejam a certeza de que estes efeitos se produzirão no tempo oportuno, e por isso não aceitam deixar o futuro cumprimento da operação à boa vontade, ao sentido ético, à correção recíproca, fazendo-a, ao invés, desde logo matéria de um vínculo jurídico. Estipulam, então, um contrato preliminar, do qual nasce precisamente a obrigação de concluir, no futuro, o contrato definitivo, e, com isso, de realizar efetivamente a operação econômica prosseguida”¹⁴

A partir disso, nota-se a incidência do princípio da *pacta sunt servanda*, que garante a força obrigatória do instrumento contratual, sobre os contratos preliminares nas operações de M&A, de modo que tem as partes o direito de exigir a celebração do contrato definitivo nos moldes estabelecidos no instrumento preparatório. Portanto, o contrato preliminar tem o papel de fazer surgir a obrigação de celebração do contrato definitivo de forma bilateral, quando ambas as partes podem exigir a celebração do contrato, ou de forma unilateral, quando apenas uma das partes pode exigir tal celebração.¹⁵

2.1 OPERAÇÕES DE M&A

Diante do recente crescimento das operações e estudos específicos na área, as operações de M&A ainda não são dotadas de teoria geral específica, sendo adotados

¹² BRASIL. Lei n. 10.406 de 2002. Institui o Código Civil. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406compilada.htm Acesso em: 31 mai. 2022

¹³ DINIZ, Maria Helena. Curso de Direito Civil brasileiro. São Paulo: Saraiva, 2010, v.3, p. 43

¹⁴ ROPPO, Enzo. O contrato. Almedina, 2009. p. 102/103

¹⁵ COUTINHO, Sergio M. B. Fusões e Aquisições. 5 Ed. São Paulo: Saraiva, 2017. p. 268.

preceitos das diversas áreas que envolvem a atividade empresarial, sendo elas o Direito, Administração, Contabilidade e Economia. Dessa forma, torna-se inviável conceituar os processos de M&A de uma única maneira, pois, apesar de haver uma convergência em diversos quesitos apresentados pela doutrina e as determinações legais, as áreas divergem em determinados pontos específicos do conceito atribuído.

Levando em consideração apenas o conceito atribuído pelo Direito, as operações de *Mergers and Acquisitions* consistem em negócios jurídicos que se enquadram no universo das sucessões empresariais e que apresentam como resultado da transferência ou separação de direitos e obrigações, ou seja, do patrimônio de uma sociedade empresária para o outro sujeito do negócio jurídico.¹⁶

Segundo o autor Evandro Pontes, os processos de *Mergers and Acquisitions* correspondem a uma transferência do poder de controle de uma sociedade empresária para outra por meio de um processo de alienação de controle.¹⁷

Já o autor Fabio Ulhôa Coelho, as *Mergers and Acquisitions* apresentam uma natureza societária e correspondem a reunião de mecanismos contratuais e negócios jurídicos entre duas ou mais sociedades empresariais com o foco na compra ou união de direitos e obrigações e o direito de controle societário.¹⁸

Dessa forma, as operações de Fusões e Aquisições se configuram a partir de uma transação entre sociedades empresariais em que se buscam a transferência patrimonial, com objetivo de proporcionar um maior crescimento à sociedade empresária através do potencial de alcançar mercados anteriormente restritos, um aumento no leque de oportunidade de investimentos.¹⁹ Além disso, as operações de M&A funcionam como mecanismos para a proteção do mercado, através da aquisição ou fusão de concorrentes²⁰ e diversificação do mercado de atuação.²¹

Como denota do próprio título concedido, as operações em questão são compostas por negócios que envolvem a fusão de empresas, nas hipóteses de união entre

¹⁶ COUTINHO, Sergio M. B. Fusões e Aquisições. 4 Ed. São Paulo: Saraiva, 2016. p. 16.

¹⁷ PONTES, Evandro F. Representations & Warranties no Direito Brasileiro. 1 ed. São Paulo: Almedina, 2014. p. 24

¹⁸ COELHO, Fábio U. Curso de Direito Comercial, v.3. 12 Ed. São Paulo: Saraiva, 2002. p. 116.

¹⁹ CAMARGOS, Marco A.; BARBOSA, Francisco V. Fusões, aquisições e takeovers: um levantamento teórico dos motivos, hipóteses testáveis e evidências empíricas. Caderno de Pesquisas em Administração, v.10, n. 2, p. 17-38. São Paulo, 2003

²⁰ MEIER, Oliver; SCHIER, Guillaume. Fusions acquisitions: stratégie, finance, management; 4 éd., Dunod, 2012. p.29

²¹ GRAVA, J. William. “Fusões e aquisições: motivadores econômicos e estratégicos”. p. 20

duas ou mais empresas para a criação de uma nova; ou a aquisição, nos casos em que uma empresa incorpora a outra.

Especificamente, as operações de fusão correspondem a um processo no qual duas ou mais empresas resolvem se unir, resultando na criação de uma nova sociedade empresarial. Dessa forma, as empresas deixam de existir e, juntas, constituem uma nova empresa, que passa a ter o direito e as obrigações de ambas as sociedades que a constituíram.

Conforme o Art. 228 da Lei das Sociedades Anônimas e o Art. 1.119 do Código Civil:

Art. 228. A fusão é a operação pela qual se unem duas ou mais sociedades para formar sociedade nova, que lhes sucederá em todos os direitos e obrigações ²²

Art. 1.119. A fusão determina a extinção das sociedades que se unem, para formar sociedade nova, que a elas sucederá nos direitos e obrigações ²³

Dessa forma, diante da análise dos artigos acima demonstrados, nota-se que ambos conceituam os processos de fusão a partir da caracterização de um negócio jurídico em que duas ou mais sociedades empresárias se unem de forma que passa a surgir uma nova empresa, que passará ser titular de todos os direitos e obrigações pertencentes às empresas formadoras, que serão extintas após a conclusão de todo o processo. ²⁴

Conforme o autor Marlon Tomazette, as operações de fusão correspondem a um processo de aglutinação de empresas com o objetivo de formar uma única sociedade, que sucederá os direitos e obrigações das empresas extintas. ²⁵

Seguindo a mesma linha adotada pela doutrina pelo ordenamento pátrio, a doutrina internacional, representada aqui pelo autor Stanley F. Reed, define a fusão como um processo de transferência de ativos e passivos de duas ou mais sociedades para uma nova empresa criada, resultando na extinção das empresas envolvidas na operação. ²⁶

Nesse sentido, destaca o autor Sérgio Botrel:

²² BRASIL. Lei n. 6.404 de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16404compilada.htm Acesso em 31 mai. 2022

²³ BRASIL. Lei n. 10.406 de 2002. Institui o Código Civil. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406compilada.htm Acesso em: 31 mai. 2022

²⁴ FABRETTI, L. C. Fusões, aquisições, participações e outros instrumentos de gestão de negócios: tratamento jurídico, tributário e contábil. São Paulo: Atlas, 2005, p. 155-156

²⁵ TOMAZETTE, Marlon. Curso de Direito Empresarial, v. 1. 8 Ed. São Paulo: Atlas, 2014. p. 286.

²⁶ REED, Stanley F.; LAJOUX, Alexandra; NESVOLD, H. Peter. The Art of M&A: a Merger, Acquisition, Buyout Guide. 4 Ed. Nova York: McGraw-Hill, 2007. p. 3

“A rigor, a fusão conduz à constituição de uma nova sociedade. Desse modo, todos os inconvenientes de constituição de uma sociedade se fazem presentes na fusão necessidade de inscrição da nova sociedade perante órgãos governamentais, unificação dos registros de todas as sociedades fundidas, cadastramento da nova sociedade junto a fornecedores, clientes, etc. Some-se a isso que algumas prerrogativas fiscais (como o aproveitamento de prejuízos fiscais) de que eram detentoras as sociedades fundidas extinguem-se com a fusão”²⁷

Já as operações de aquisição têm o condão de diminuir a concorrência frente ao mercado, por meio da compra de uma empresa por outra, em um processo de absorção, criando uma espécie de monopólio. Vale destacar que os processos de aquisição também são um mecanismo utilizado para potencializar a atividade produtiva por meio da compra de participações societárias de empresas que produzem matéria-prima ou realizam atividades que complementam a atividade da empresa compradora.²⁸

No ordenamento jurídico pátrio, os processos de incorporação estão previstos no artigo 227 da Lei das Sociedades Anônimas e no artigo 1.116 do Código Civil, sendo conceituados da seguinte forma:

Art. 227. A incorporação é a operação pela qual uma ou mais sociedades são absorvidas por outra, que lhes sucede em todos os direitos e obrigações²⁹

Art. 1.116. Na incorporação, uma ou várias sociedades são absorvidas por outra, que lhes sucede em todos os direitos e obrigações, devendo todas aprová-la, na forma estabelecida para os respectivos tipos.³⁰

O autor Fabio Ulhôa Coelho conceitua os processos de incorporação como um negócio jurídico societário no qual, através de instrumentos contratuais, duas ou mais sociedades buscam adquirir uma parte ou cem por cento do controle societário. Dessa forma, corresponde a um processo de compra de direitos e obrigações de uma determinada empresa por outra.³¹

Há ainda no âmbito das operações de M&A a possibilidade de realização de uma operação de cisão, modalidade disposta no artigo 229 da Lei das Sociedades Anônimas³²,

²⁷ COUTINHO, Sergio M. B. *Fusões e Aquisições.*; 5ª Ed. São Paulo: Saraiva, 2017, p. 165

²⁸ ALMEIDA, A. P. *Manual das Sociedades Comerciais (Direito de Empresa)*. 17 ed. Rev. E atual. São Paulo: Saraiva, 2008. P. 68-69

²⁹ BRASIL. Lei n. 6.404 de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16404compilada.htm Acesso em 31 mai. 2022

³⁰ BRASIL. Lei n. 10.406 de 2002. Institui o Código Civil. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406compilada.htm Acesso em: 31 mai. 2022

³¹ COELHO, Fábio U. *Curso de Direito Comercial*, v.3. 12 Ed. São Paulo: Saraiva, 2002. p. 116

³² *Ibidem*. Art. 229. A cisão é a operação pela qual a companhia transfere parcelas do seu patrimônio para uma ou mais sociedades, constituídas para esse fim ou já existentes, extinguindo-se a companhia cindida, se houver versão de todo o seu patrimônio, ou dividindo-se o seu capital, se parcial a versão.

que consiste na transferência patrimonial, total ou parcial, para uma outra sociedade ou para uma nova sociedade constituída exatamente para esse fim.

Todas as hipóteses acima citadas consistem em operações de aquisição indiretas, ou seja, operações que tem como objetivo final a reorganização da estrutura societária de uma ou mais sociedades empresárias.³³

Há ainda a possibilidade de realização de operações de M&A pautadas nas aquisições diretas, que tem como objetivo a compra de quotas de participação societária, de forma total ou parcial. Por meio das aquisições diretas, os investidores, por meio de uma operação de conhecida como *cash-in*, realizam a subscrição de capital diretamente à empresa alvo da operação.³⁴

As operações de *cash-in*, podem ser entendidas como a compra de ações, ou seja, quotas societárias, lançadas no mercado pela empresa-alvo, e o valor gasto na compra dessas ações é destinado para a própria empresa alvo. De forma mais clara, a operação de aquisição direta pautada na modalidade de *cash in* é conhecida como o início da disponibilização de ações na bolsa de valores.

Há de se falar, ainda na esfera das operações de aquisições diretas, nas operações de *cash-out*, que consiste na modalidade de aquisição na qual o investidor compra ações já anteriormente lançadas pela empresa-alvo, e o valor dessa operação são repassados para os acionistas da empresa que foi alvo do negócio.

A partir do exposto, faz-se necessário especificar as etapas pelas quais passam as operações de M&A e a forma como elas são constituídas.

§ 1º Sem prejuízo do disposto no artigo 233, a sociedade que absorver parcela do patrimônio da companhia cindida sucede a esta nos direitos e obrigações relacionados no ato da cisão; no caso de cisão com extinção, as sociedades que absorverem parcelas do patrimônio da companhia cindida sucederão a esta, na proporção dos patrimônios líquidos transferidos, nos direitos e obrigações não relacionados.

§ 2º Na cisão com versão de parcela do patrimônio em sociedade nova, a operação será deliberada pela assembleia-geral da companhia à vista de justificação que incluirá as informações de que tratam os números do artigo 224; a assembleia, se a aprovar, nomeará os peritos que avaliarão a parcela do patrimônio a ser transferida, e funcionará como assembleia de constituição da nova companhia.

§ 3º A cisão com versão de parcela de patrimônio em sociedade já existente obedecerá às disposições sobre incorporação (artigo 227).

§ 4º Efetivada a cisão com extinção da companhia cindida, caberá aos administradores das sociedades que tiverem absorvido parcelas do seu patrimônio promover o arquivamento e publicação dos atos da operação; na cisão com versão parcial do patrimônio, esse dever caberá aos administradores da companhia cindida e da que absorver parcela do seu patrimônio.

³³ Negociação e contratos preliminares -

I Curso de Introdução às Fusões e Aquisições. Realização de Center For M&A Studies. Coordenação de Usp/ PucRio. São Paulo, 2020. (116 min.), Vídeo, son., color. Disponível em: <https://www.youtube.com/watch?v=NxED16S0szA&t=1141s>. Acesso em: 27 out 2022

³⁴ BOTREL, Sérgio. Fusões e Aquisições. São Paulo: Editora Saraiva, 2017, p. 176

2.2 ETAPAS DA OPERAÇÃO

As operações de M&A são construídas, idealizadas e realizadas a partir de uma cronologia de atos sucessivos, contínuos e dotados de independência dentro de toda a operação. Dessa forma, diante das formalidades que compõem todo o negócio jurídico, principalmente em função da cronologia dos atos, as operações de M&A podem ser reconhecidas como processos.

Conforme o autor Evandro Pontes, as operações de M&A são caracterizadas como processos a partir da “unicidade formal” durante a sua realização. Isso se dá em função da impossibilidade de definir um processo rígido de realização das operações, ou seja, de determinar exatamente uma sequência de atos a serem seguidos em toda e qualquer operação.³⁵

Dessa forma, não há como determinar exatamente a maneira como será regida toda a operação, uma vez que não há normas no ordenamento que determinem de maneira objetiva a forma de condução de uma operação. Assim sendo, o procedimento adotado se baseia a partir das circunstâncias necessárias para a realização do negócio da melhor maneira possível. Fatores que comumente são levados em consideração correspondem aos motivos que resultaram na realização da operação, o tempo determinado para conclusão do negócio, os impactos do negócio sobre o comprador e sobre a sua atividade, a natureza de atividade das empresas envolvidas e as suas estruturas societárias.³⁶

Diante da inexistência de um rito a ser seguido, a realização das operações de *Mergers and Acquisitions* está vinculada diretamente aos profissionais atuantes no processo. Essa responsabilização dos profissionais acerca dos procedimentos desencadeia na necessidade de contratação de profissionais com experiência e conhecimento na área, e uma equipe capacitada para o tipo de operação, pois estes serão responsáveis por delimitar as fases do processo e a documentação necessária para a sua concretização.

Vale destacar que os procedimentos e fases das operações de M&A denotam um processo de construção baseado nos usos e costumes construídos e consolidados a partir da evolução e crescimento no número de operações realizadas. Os usos e costumes reconhecidos na atualidade correspondem a um processo de construção história com uma

³⁵ PONTES, Evandro F. *Representations & Warranties no Direito Brasileiro*. 1 ed. São Paulo: Almedina, 2014. p. 33

³⁶ CLIMAN, Richard; KOENIG, Paul. Impact of “Buyer Power Ratio” on Selected M&A Deal Terms in Acquisitions of Privately Held Target Companies by Publicly Traded Buyers. Disponível em: <<https://www.srsacquiom.com/resources/impact-of-buyer-power/>>. Acesso em 31 mai 2022

participação direta das sociedades empresariais, nas necessidades do mercado financeiro e dos profissionais atuantes na área.³⁷

Sendo assim, a partir dos usos e costumes construídos e consolidados até as operações atuais, o autor Stanley F. Reed, em parceria com o autor H. Peter Nesvold e a autora Alexandra Lajoux definem as etapas das operações de *Mergers and Acquisitions*, como: planejamento, identificação, avaliação, *Due Diligence*, negociação, fechamento e integração.³⁸

Diferentemente das etapas demonstradas acima, o autor Eduardo Luzio, de forma mais completa, entende que os processos de M&A devem se compostos pelas etapas de prelúdio, mérito, concepção, planejamento estratégico, originação, seleção de alvos, contratação de profissionais capacitados para a operação, abordagem aos alvos, negociação, contratação de técnicos para assessorar o procedimento, *Due Diligence*, execução contratual, fechamento e pós transação.³⁹

Seguindo uma linha de pensamento diferente às expostas anteriormente, a autora Betania Tanure entende que as etapas que devem compor os processos de *Mergers and Acquisitions* são: definição da intenção de compra, identificação da oportunidade, *Due Diligence*, negociação, fechamento e integração.⁴⁰

Nota-se, diante das hipóteses de etapas dos processos de *Mergers and Acquisitions* anteriormente demonstradas que, apesar de distintas com relação às nomeações e reconhecimento do início do procedimento, todas estão fundadas na estrutura baseada na identificação e planejamento, *Due Diligence*, negociação e fechamento.

A etapa de identificação e planejamento representa o marco do início da intenção de protagonizar uma operação de M&A, na qual há a identificação dos objetivos pretendidos e das sociedades empresárias que se enquadram como possíveis destinatárias. A identificação das possíveis destinatárias de uma oferta se baseia na sinergia existente entre as partes, ou seja, na compatibilidade existente.⁴¹

³⁷ PONTES, Evandro F. *Representations & Warranties no Direito Brasileiro*. 1 ed. São Paulo: Almedina, 2014. p. 33

³⁸ REED, Stanley F.; LAJOUX, Alexandra; NESVOLD, H. Peter. *The Art of M&A: a Merger, Acquisition, Buyout Guide*. 4 Ed. Nova York: McGraw-Hill, 2007.

³⁹ LUZIO, Eduardo. *Fusões e Aquisições em Ato: Guia prático: geração e destruição de valor em M&A*. São Paulo: Cengage Learning Editores, 4ª Edição, 2014, pg. 32 e 141

⁴⁰ TANURE, Betania. *Fusões, Aquisições e Parcerias*. São Paulo: Atlas: 2011

⁴¹ REED, Stanley F.; LAJOUX, Alexandra; NESVOLD, H. Peter. *The Art of M&A: a Merger, Acquisition, Buyout Guide*. 4 Ed. Nova York: McGraw-Hill, 2007., p.29

Com relação ao planejamento, este corresponde ao momento no qual há a definição das diretrizes responsáveis por guiar a empresa que possui o *animus* da operação até a destinatária correta e a orientará durante o curso da operação. É durante o planejamento que a parte define fatores como as motivações e as delimitações da operação⁴², assim como os recursos disponíveis para a operação, possíveis restrições e possibilidades de captação de crédito de terceiros.⁴³

Finalizada a parte de identificação e planejamento e escolhida a sociedade empresária alvo, inicia-se a fase de *Due Diligence* que tem como objetivo a localização e avaliação de riscos relevantes para a operação, possíveis obstáculos para a conclusão do negócio, localizar contingências judiciais ativas e passivas, obrigações a serem cumpridas e delimitar uma margem para possíveis indenizações futuras.⁴⁴ Ademais, a realização desse procedimento proporciona às partes a possibilidade de ter um conhecimento mais aprofundado sobre a parte contrária, de modo que pode ser verificada a existência de compatibilidade entre os objetivos pretendidos por cada uma das partes.

Verificada a compatibilidade e localizados os riscos que envolvem a operação, se inicia a fase de negociação, momento no qual as partes oficializam o início da construção da relação jurídica e realizam as apresentações dos motivos e interesses de cada uma delas.⁴⁵ O principal objetivo da fase de negociação está no alinhamento entre os interesses e objetivos de ambas as partes, na avaliação do negócio a ser firmado, o valor da transação⁴⁶ e as tratativas para elaboração dos contratos.⁴⁷

Passada a fase de *Due Diligence*, é dado início à fase de Fechamento, também nomeada como Conclusão, que é constituída por duas etapas: assinatura dos contratos e o fechamento da operação. Essa etapa é marcada pela concretização da operação, uma vez que se inicia o processo de sucessão empresarial. É durante a fase do fechamento que efetuado o pagamento no valor pactuado pelas partes, a transferência das propriedades objetos da operação, assim como a sucessão de direitos e obrigações. Destaca-se que é

⁴² PORTER, Michael E. *Competitive advantage: creating and sustaining superior performance*. New York: Simon & Schuster, Inc., 1985

⁴³ KERN, Carolina. *Um estudo sobre as armadilhas no processo decisório em fusões e aquisições*. Rio de Janeiro: FGV, 2015

⁴⁴ BARROS, Betania T. *Fusões e aquisições no Brasil*. São Paulo: Atlas, 2003. p. 44

⁴⁵ LUZIO, Eduardo. *Fusões e Aquisições em Ato: Guia prático: geração e destruição de valor em M&A*. São Paulo: Cengage Learning Editores, 4ª Edição, 2014, p. 146.

⁴⁶ *Ibid.*, p. 154

⁴⁷ KERN, Carolina. *Um estudo sobre as armadilhas do processo decisório em fusões e aquisições*. Rio de Janeiro: FGV, 2015. p. 35.

durante a etapa de Conclusão que a operação passa pela análise dos órgãos reguladores e a verificação de concordância de possíveis terceiros envolvidos.⁴⁸

2.3 REGULAÇÃO NAS OPERAÇÕES DE M&A

Conforme exposto anteriormente, as operações de M&A possuem caráter processual complexo e flexível, uma vez que decorrem de uma sucessão de atos que buscam alcançar os objetivos previamente determinados. A complexidade atribuída às operações de M&A decorre da influência de fatores multidisciplinares, o que obriga a atuação de profissionais de diversas especialidades, dentre eles advogados, auditores, contadores, economistas e administradores, que contribuem para o sucesso da operação.

49

Com relação à característica de ser um processo flexível, as operações de M&A se configuram de tal forma em decorrência da inexistência de um processo rígido de realização e em função da ausência de uma legislação específica que trate sobre a matéria. Diante disso, é facultada às partes envolvidas, a partir das pretensões e características que envolvem a operação, a estruturação das etapas e procedimentos a serem seguidos.⁵⁰

Ante o exposto, a partir da inexistência de uma legislação específica para tratar dos temas relacionados, nota-se a configuração de um cenário desarmônico ao ter os temas tratados de forma, muitas vezes, isolada. Entre os temas que são tratados de forma isolada se encontra a atividade regulatória no âmbito das operações de M&A. Por conseguinte, ao realizar uma operação de M&A, não é suficiente apenas a análise de fatores estabelecidos pelo direito formal, ou seja, de fatores decorrentes do direito do trabalho, societário, contratual, direito das obrigações, direito das concorrências; se faz necessária a análise das normas estabelecidas pelos órgãos reguladores que envolvem o objeto do negócio e a própria realização da operação. Entre os órgãos reguladores, se destaca o Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE), um dos principais entes reguladores das operações de M&A.

O CADE, criado em 1945, a partir do revogado Decreto-Lei nº 7.666⁵¹, surge com o propósito de combater qualquer atividade que pudesse representar uma prática

⁴⁸ CITOLINO, Carolina B. Indenização Pelo Descumprimento da Cláusula de Declarações e Garantias no Brasil. São Paulo: Instituto de Ensino e Pesquisa. 2013, p. 58.

⁴⁹ COUTINHO, Sergio M. B. Fusões e Aquisições. 5 Ed. São Paulo: Saraiva, 2017. p. 52

⁵⁰ Ibid., p. 53

⁵¹ BRASIL. Lei n. 7.666 de 1945. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/del7666.htm. Acesso: 31 mai de 2022

abusiva de poder econômico. Todavia, somente ganhou destaque a partir da promulgação da Constituição Federal de 1988, em seu artigo Art. 170, que responsável por dar destaque aos princípios voltados para a atividade econômica, estando entre eles o princípio da propriedade privada.

A criação do CADE se baseia na ideia de proteção da livre concorrência, de maneira que possibilita às empresas atuantes no mercado a chance de competir com as outras, sem haver qualquer tipo de bloqueio à entrada no mercado ou ao desenvolvimento de atividades empresariais. Portanto, o CADE funciona como um incentivador da liberdade de atuação em qualquer mercado e da criação de concorrência.

No cenário atual, o CADE representa um órgão autárquico que possui competência de reprimir administrativamente atos infracionais contra a ordem econômica e atuar de forma preventiva de maneira a evitá-los o quanto antes. Em função disso, as operações de M&A estão submetidas à apreciação e aprovação da autarquia, necessária para que o negócio seja concretizado da melhor maneira possível.

A partir disso, estabelece o Art. 88 da Lei nº 12.529/2012:

Art. 88. Serão submetidos ao Cade pelas partes envolvidas na operação os atos de concentração econômica em que, cumulativamente:

I - pelo menos um dos grupos envolvidos na operação tenha registrado, no último balanço, faturamento bruto anual ou volume de negócios total no País, no ano anterior à operação, equivalente ou superior a R\$ 400.000.000,00 (quatrocentos milhões de reais); e

II - pelo menos um outro grupo envolvido na operação tenha registrado, no último balanço, faturamento bruto anual ou volume de negócios total no País, no ano anterior à operação, equivalente ou superior a R\$ 30.000.000,00 (trinta milhões de reais).⁵²

É importante destacar que o critério relacionado ao faturamento estabelecido no Art. 88 da Lei nº 12.529/2012 somente se aplica às atividades desenvolvidas em território nacional, conforme súmula nº 1 do CADE. Portanto, é a partir da territorialidade que é feita a análise de apreciação da operação pela autarquia, de modo que o valor está restrito ao faturamento no âmbito nacional.

Submetida a operação à análise dos efeitos concorrenciais junto ao CADE, este terá o prazo de até 240 (duzentos e quarenta) dias, contados a partir do recebimento do protocolo, para decidir acerca do futuro da operação, que fica impedida de ser consumada

⁵² BRASIL. Lei n. 12.529 de 2011. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2011/lei/112529.htm. Acesso: 01 de jun 2022

até que seja emitido parecer favorável a ela, conforme estabelecido no 88, §2º, da Lei nº 12.529/2012.

À luz do Art. 10 da Resolução n.º 2, são determinadas as operações que precisam passar pelo crivo do CADE. Conforme determinado, as operações que envolvem a aquisição de controle societário, se a operação envolver a aquisição da titularidade de uma porcentagem igual ou maior do que 20% (vinte por cento) do capital social ou votante, se o adquirente já for titular de 20% (vinte por cento) do capital social ou votante e a operação envolver a compra de uma porcentagem igual ou superior a 20% (vinte por cento) ou quando a operação estiver vinculada a um cenário no qual a o controlador pretenda realizar uma aquisição na qual o vendedor seja titular de pelo menos 20% (vinte por cento).⁵³

Por fim, ainda conforme a Resolução n.º 2⁵⁴ vale ressaltar que há possibilidade de adoção do rito sumário no procedimento de avaliação da operação. A adoção de tal procedimento é oriunda da discricionariedade do órgão regulador ao avaliar uma operação, e dos casos tidos como de menor potencial ofensivo à concorrência. Nesse sentido, como forma de facilitar o processo, a resolução identifica alguns casos, sendo eles: *Joint Ventures*, consolidação de controle, substituição de agente econômico e baixa participação no mercado.

Ante todo o exposto, nota-se que a regulação desempenha um papel relevante nas operações de M&A, de modo que o sucesso do negócio está relacionado à aprovação e análise dos fatos pelos órgãos fiscalizadores. Dentre os órgãos reguladores, é notório o destaque que deve ser concedido ao CADE, uma vez que este se mostra fundamental para a estabilidade econômica do mercado e para a proteção da livre concorrência.

Além do CADE, deve ser destacada a função desempenhada pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que consiste em uma autarquia federal que está vinculada ao Ministério da Economia, tendo a sua fundação datada de 7 de dezembro de 1976, a partir da Lei nº 6.385.

A criação da CVM se dá em função do crescimento e do desenvolvimento do cenário econômico no qual a livre iniciativa passou a ser a ideia central. Seu principal

⁵³ Resolução nº 2 do CADE. Disponível em: <https://www.legisweb.com.br/legislacao/?id=241834>. Acesso: 01/06/2022

⁵⁴ Resolução nº 2 do CADE. Disponível em: <https://www.legisweb.com.br/legislacao/?id=241834>. Acesso: 01/06/2022

objetivo é a proteção dos interesses dos investidores, principalmente os minoritários, e as negociações de quotas societárias emitidas pelas empresas na bolsa de valores.⁵⁵

A CVM desempenha funções normativas e fiscalizatórias, atuando diretamente em operações em envolvem empresas de Sociedade Anônima, de modo que deve garantir a transparência das operações aos investidores.⁵⁶

Apesar do grande destaque atribuído a esses dois órgãos reguladores, deve-se ressaltar que em função da variação das operações de M&A, a atividade regulatória não tem uma forma definida. Dessa forma, a partir das peculiaridades de cada operação é que se identifica a forma e os órgãos que devem ser notificados acerca do negócio. Dentre os órgãos que também desempenham uma função regulatória nas operações de M&A, pode-se destacar o Banco Central do Brasil (BACEN), o Instituto Brasileiro do Meio Ambiente e dos Recursos Naturais Renováveis (IBAMA) e a Superintendência de Seguros Privados (SUSEP).

2.4 PRINCÍPIOLOGIA APLICADA NOS CONTRATOS DE M&A

A partir do pensamento pós-positivista, impulsionado pelas teorias dos autores Joseph Esser, Robert Alexy e Robert Dworking, os princípios deixaram de ser reconhecidos apenas como conselhos, passando a ter um caráter normativo, de modo que passou a ser reconhecida a sua capacidade de exigir determinadas condutas. A normatividade dos princípios se tornou uma teoria adotada pelo ordenamento jurídico e se trata de uma realidade no cenário nacional.⁵⁷

A modernização do Direito Constitucional reflete em alterações em todos os âmbitos do Direito, e entre os afetados pela mudança do pensamento clássico constitucional está o Direito Contratual, que teve uma mudança sensível nos aspectos relacionados aos princípios contratuais. A partir do distanciamento do Direito Civil do viés quase que exclusivamente patrimonial, houve uma mudança do foco para a pessoa humana, fazendo com que as questões relacionadas aos bens materiais ficassem em segundo plano.⁵⁸

⁵⁵ O que é a CVM?. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/ptbr/acesso-a-informacao-cvm/servidores/estagio/2materia-cvmeomercadodecapitais> Acesso em: 28 out 2022.

⁵⁶ BOTREL, Sérgio. Fusões e Aquisições. São Paulo: Editora Saraiva, 2017, p. 179

⁵⁷ CUNHA JÚNIOR, Dirley da. Curso de Direito Constitucional. 11ª Ed. Salvador: Juspodivm, 2017. p. 137

⁵⁸ GAGLIANO, Pablo Stolze, PAMPLONA, Rodolfo. Novo Curso de Direito Civil – Contratos. 4ª ed. São Paulo: Saraiva, 2021, p. 60

Sobre o tema, o autor e Ministro Luiz Edson Fachin sustenta que a mudança dos direitos absolutos, individualistas e perpétuos reflete sobre os aspectos contratuais, uma vez que repercutem sobre os direitos e deveres dos sujeitos que estão envolvidos na relação jurídica.⁵⁹

Ante o exposto, a partir das mudanças nos princípios que regem o Direito Contratual, há de se falar, conseqüentemente, em uma mudança na aplicação dos princípios aplicados nos contratos que regem as operações de M&A, uma vez que estes passaram a se preocupar com a proteção das partes envolvidas. Dessa forma, devem ser destacados, no âmbito das operações de M&A, os princípios da boa-fé objetiva, autonomia da vontade, *venire contra factum proprium* e o princípio da *pacta sunt servanda* como responsáveis por ser a base e reger a relação jurídica oriunda da relação contratual estabelecida.

A incidência desses princípios sobre as relações contratuais estabelecidas no âmbito das operações de M&A tem o condão de garantir às partes uma maior segurança jurídica, uma vez que estão pautados na ideia de garantir o cumprimento do que fora estabelecido pelas partes envolvidas no instrumento contratual.

2.4.1 BOA-FÉ OBJETIVA

Nas esferas do Direito Contratual e do Direito Empresarial, as relações estabelecidas têm como um dos princípios basilares a boa-fé objetiva. Esse princípio tem um papel norteador, de modo que estabelece deveres anexos aos principais, oriundos da relação jurídica estabelecida entre as partes.

Ante a relevância da aplicação e atuação do princípio da boa-fé objetiva sobre os negócios jurídicos, o Código Civil, no Art. 113, determina que, além dos usos e costumes do lugar em que as partes firmaram o contrato, deve-se utilizar como base a boa-fé objetiva para a interpretação do instrumento contratual. Além disso, no Art. 422 do Código Civil determina que a boa-fé objetiva deve ser observada durante todas as fases do contrato firmado entre as partes.⁶⁰

À vista disso, a autora Judith Martins Costa expõe que o princípio da boa-fé objetiva tem a sua funcionalidade voltada para a orientação da intersubjetividade, tendo em vista que se encontra voltada para a produção dos deveres anexos. Ademais, a autora

⁵⁹ FACHIN, Luiz Edson. Teoria Crítica do Direito Civil. Rio de Janeiro: Renovar, 2000, p. 328

⁶⁰ BRASIL. Lei n. 10.406 de 2002. Institui o Código Civil. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406compilada.htm Acesso em 01 jun. 2022

destaca que o princípio da boa-fé objetiva tem como objetivo principal o alcance das partes envolvidas no negócio, de modo que os efeitos da otimização do comportamento adotado, a limitação e o reequilíbrio dos direitos exercidos atinjam as partes.⁶¹

Assim posto, nota-se que a boa-fé objetiva desempenha um papel de otimizador da relação contratual, uma vez que estabelece que as partes devem adotar condutas que estejam de acordo com os interesses de todas as partes envolvidas, satisfazendo o desejo de todos. Além disso, nota-se o papel de estabilizador das relações contratuais, tendo em vista que esta possibilita a reanálise de atos fundados em aspectos que configuram lesões e/ou onerosidades excessivas. Ademais, nota-se que o princípio da boa-fé objetiva desempenha a função limitadora do direito, de modo que afasta a possibilidade de adoção de atos tidos como contraditórios ao estabelecido entre as partes.⁶²

É notória a importância do princípio da boa-fé objetiva ao ordenamento brasileiro, uma vez que os deveres anexos oriundos da sua aplicação são os responsáveis por gerar uma vinculação das partes ao que foi pactuado entre elas e por direcioná-las à escolha de condutas fundadas na boa-fé, impedindo que sejam adotadas condutas lesivas à parte contrária, mesmo que este seja um desejo da parte. Sendo assim, o princípio da boa-fé objetiva promove a garantia da eficácia, uma vez que, ao limitar o direito das partes, mantém a garantia na relação jurídica e, conseqüentemente, protege o negócio para que este atinja o objetivo pretendido.⁶³

Assim sendo, pode ser visualizado o entendimento de que o princípio da boa-fé objetiva não está vinculado puramente ao cumprimento da obrigação, se atentando ao modo pelo qual a relação jurídica deve se basear para que seja atingido o objetivo das partes. A partir disso, a autora Judith Martins Costa concede ao princípio da boa-fé objetiva a responsabilidade pelo surgimento dos deveres anexos, destacando o da informação, cooperação, lealdade, confiança e confidencialidade.⁶⁴

No âmbito do direito anexo da informação, esse está relacionado a um dever jurídico e moral de passar para a parte contrária todas as características e dados que

⁶¹ COSTA, Judith Martins. A Boa-fé como modelo (uma aplicação da Teoria dos Modelos, de Miguel Reale) in Revista de Cadernos do Programa de Pós Graduação em Direito PPGDir./UFRGS, 2004. p. 356/357 Disponível em: <https://seer.ufrgs.br/index.php/ppgdir/article/view/49203/30834>. Acesso em: 01 jun 2022

⁶² Ibid., p. 357-366

⁶³ PENTEADO, Luciano de Camargo. Figuras parceladas da boa-fé objetiva e venire contra factum proprium in Revista de Direito Privado. Nº 27. Jul./Set. 2006. p. 47-48 Disponível em: http://www.cantareira.br/thesis2/ed_8/3_luciano.pdf. Acesso em: 01 jun 2022.

⁶⁴ COSTA, Judith Martins. A Boa-fé no Direito Privado: critérios para a sua aplicação. 2ª Edição. São Paulo: Saraiva. 2018. p. 45

envolvem o objeto do negócio.⁶⁵ O dever de informar está vinculado ao imperativo de lealdade estabelecido entre as partes que firmaram o contrato.⁶⁶

A autora Judith Martins Costa destaca que a inclusão do dever de informação como um dos direitos anexos se dá pelo fato do acesso às informações ser crucial para o adimplemento contratual ou para o alcance de um objetivo secundário à obrigação principal.⁶⁷

Na esfera do dever de cooperação, também conhecido como dever de assistência, a obrigação se configura a partir da necessidade de viabilizar o cumprimento da obrigação contratual com base nos usos, costumes e boa-fé. Portanto, o dever de cooperação exige das partes a adoção de uma postura fundada no ideal de solidariedade.⁶⁸ Deve ser destacado que o dever de cooperação está relacionado à negação, ou seja, a não criar dificuldades, não rejeitar o recebimento do crédito, não criar barreiras no momento do pagamento, e entre outros aspectos que envolvem a relação contratual.⁶⁹

Com relação aos deveres anexos de lealdade e confiança, estes são classificados como obrigações gerais vinculadas ao contrato.⁷⁰ O dever de lealdade tem como base a construção de relações jurídicas fundadas na transparência e veracidade, associadas à coerência entre as condutas praticadas e a manifestação da vontade.⁷¹ Uma vez respeitados os parâmetros do dever de lealdade, se estabelece um vínculo de confiança que, conseqüentemente, resulta na confirmação de surgimento da segurança jurídica no negócio, de modo que as partes passam a ter conhecimento dos seus direitos e deveres.⁷²

Sendo assim, o dever anexo da confiança se constrói a partir da adoção de atos baseados na lealdade ou em condutas tidas como corretas pela sociedade. A partir disso, nota-se que o dever de confiança se refere a uma conquista em decorrência da lealdade demonstrada no curso da relação jurídica, não podendo ela ser simplesmente outorgada.⁷³

⁶⁵ STJ, Resp 330.261/SC (2001/0080819-0), DJ, 8-4-2002, p. 212, JBCC, 200/116, RSTJ, 154/350, rel. Min. Nancy Andrighi, j. 6-12-2001, 3ª turma

⁶⁶ TJRS, Ap. Cív. 70002976298, rel. Des. Clarindo Favretto, j. 13-12-2001, 5ª Câmara Cível

⁶⁷ *Ibidem*, p. 580

⁶⁸ NALIN, Paulo Roberto. *Ética e Boa-fé no Adimplemento Contratual*, in *Repensando os Fundamentos do Direito Civil Brasileiro contemporâneo*, coord. Luiz Edson Fachin, Rio de Janeiro: Renovar, 1998, p. 198

⁶⁹ STJ, Resp 272.739/MG (2000/0082405-4), DJ, 2-4-2001, p. 299, JBCC, 200/126, RSTJ, 150/398, rel. Min. Ruy Rosado de Aguiar, j. 1.º-3-2001, 4ª turma.

⁷⁰ GAGLIANO, Pablo Stolze, PAMPLONA, Rodolfo. *Novo Curso de Direito Civil – Contratos*. 4ª ed. São Paulo: Saraiva, 2021, p. 102

⁷¹ TJRS, Ap. Civ. 70008063398, rel. Des. Jorge André Pereira Gailhard, j. 28-4-2004, 11. Câmara Cível.

⁷² TJRS, Ap. Civ. 70006912810, rel. Des. Rubem Duarte, j. 9-6-2004, 20ª Câmara Cível.

⁷³ STJ, REsp 356.821/RJ (2001/0132110-4), DJ, 5-8-2002, p. 334, RSTJ, 159/366, rel. Min. Nancy Andrighi, j. 23-4-2002, 3. Turma.

Nesse sentido, o autor Pedro Pais de Vasconcelos sustenta que diante da celebração de um contrato ou realização de um ato, tendo uma das partes confiado na veracidade e estabilidade da qualidade das pessoas envolvidas ou do objeto do negócio, em meio às circunstâncias que compõem a relação jurídica, não pode o Direito se manter omissivo à frustração da confiança construída. Portanto, deve a confiança depositada em um negócio ser objeto de tutela jurídica.⁷⁴

Por fim, associado ao princípio da boa-fé objetiva se encontra o dever anexo da confidencialidade, que nada mais é do que a necessidade de manter em sigilo todas as informações compartilhadas o longo do processo, uma vez que as partes têm acesso a dados sensíveis da parte contrária, tendo em vista que estas compõem o rol de direitos das personalidades.

Destarte, vale ressaltar que, diante de uma eventual inobservância dos direitos anexos estabelecidos pelo princípio da boa-fé objetiva, há de se falar em direito a indenização pelo dano ocasionado. Ademais, deve ser destacado que a inobservância do princípio da boa-fé objetiva é comumente relacionada à indenização por culpa.

Nesse sentido expõe o autor Andréa Paula de Miranda:

“O princípio da boa-fé objetiva aparece frequentemente relacionado à culpa. É verdade que, quando da violação das regras de conduta estabelecidas pela boa-fé resultam danos, a culpa intervém em seu papel normal. As regras decorrentes da boa-fé, entretanto, têm aplicação mais ampla, uma vez que não exigem um pressuposto fático precisamente tipificado em que se insere a culpa.”⁷⁵

Nos contratos que regem as operações de M&A, o princípio da boa-fé objetiva se aplica a partir dos aspectos expostos anteriormente, como forma de garantir e obrigar que as partes adotem condutas de acordo com os padrões estabelecidos pela sociedade, ou seja, fundados na ética, transparência e honestidade para que sejam atingidos os objetivos e o adimplemento contratual. Em caso de inobservância aos deveres anexos no curso de uma operação de M&A, pode a parte lesada requerer o pagamento de indenização pelo dano causado, conforme acima exposto.

⁷⁴ PAIS DE VASCONCELOS, Pedro. Contratos Atípicos, Coimbra: Almedina, 1995, p. 63

⁷⁵ MIRANDA, Andréa Paula Matos Rodrigues de. A Boa-Fé Objetiva nas Relações de Consumo. Dissertação apresentada no curso de Mestrado em Direito da UFBA – Universidade Federal da Bahia, 2003

2.4.2 AUTONOMIA DA VONTADE

O princípio da autonomia da vontade consiste na liberdade das partes de contratar e estabelecerem regras responsáveis por reger a relação jurídica estabelecida. Nesse sentido, a autora Maria Helena Diniz conceitua que a autonomia da vontade corresponde à capacidade das partes de estipular, de maneira livre, as condições que entenderem satisfatórias aos seus interesses e à relação jurídica estabelecida, mediante a celebração de um acordo de vontade.⁷⁶

Dessa forma, os contratos são instrumentos construídos a partir dos atos oriundos da autonomia da vontade das partes, correspondem ao meio de exercício da autonomia existente. Assim, a demonstração da vontade, desde que seja feita de forma consciente e livre, é o fator que origina a construção do negócio jurídico que, desde que dentro dos parâmetros estabelecidos pelo ordenamento, irá gerar efeitos vinculantes. Portanto, não há como dissociar a autonomia da vontade do contrato.

Diante da associação entre o princípio da autonomia da vontade e o instrumento contratual que o autor J. Manoel de Arruda Alvim Netto destaca que, apesar do contrato ser regido pela lei e por outros preceitos determinados pelo ideal da função social do contrato, não deve ser afastada do contrato a aplicação do princípio da autonomia da vontade como um instituto próprio do instrumento contratual.⁷⁷ Dessa forma, resta demonstrado que, apesar de ser baseado a partir da sua função social, o contrato tem cum caráter voluntarista, oriundo da sua associação a autonomia da vontade e da livre-iniciativa das partes.

Nesse sentido, o autor Arnaldo Wald sustenta que o princípio da autonomia da vontade se divide em duas formas distintas, sendo elas a liberdade de contratar, fundada na ideia de que é facultada às partes o direito de celebrar ou não um contrato; e a liberdade contratual, na qual as partes têm capacidade de determinar sobre todo o conteúdo estabelecido no contrato.⁷⁸

⁷⁶ DINIZ, Maria Helena. Curso de Direito Civil Brasileiro. 18.ed., v.3. São Paulo: Saraiva, 2003.

⁷⁷J. Manoel de Arruda Alvim Netto, A Função Social dos Contratos no Novo Código Civil, publicado na RT, v. 815, e na Revista Forense, n. 371

⁷⁸ WALD, Arnaldo, Direito Civil – Direito das Obrigações e Teoria Geral dos Contratos, 22 ed, São Paulo: Saraiva, v.2, p. 251

Diante disso, a autonomia da vontade se aplica a partir de uma ótica baseada na bilateralidade, baseada na ideia do consensualismo, na qual o contrato se constrói a partir do encontro de duas vontades, construídas de maneira livre e em contraposição.⁷⁹

Todavia, deve ser feita uma ressalva acerca do exercício do princípio da autonomia da vontade, uma vez que, após o crescimento do intervencionismo estatal e a diminuição da força do pensamento individualista liberal, a aplicação do princípio da autonomia foi limitada pelo Estado. Dessa forma, as partes, ao firmarem um contrato, devem exercer sua liberdade dentro dos parâmetros estabelecidos pela ordem pública, de forma que a utilização da liberdade não resulte em abuso e prejuízo ao bem comum.

Dentre os limitadores da aplicação do princípio da autonomia da vontade se encontram os fatores oriundos de leis, moral e ordem pública. A lei, oriunda do poder do Estado, busca proteger os interesses gerais e apenas limita a liberdade das partes. Diferentemente da primeira, a moral está relacionada à esfera subjetiva, de modo que é datada de relevante valor ético-valorativo. Por fim, a limitação oriunda da ordem pública se vincula à segurança jurídica, atuando sobre os aspectos em que não há previsão de normas imperativas, garantindo a observância de aplicação de princípios superiores.⁸⁰

Sob a ótica das operações de M&A, o princípio da autonomia das partes atua de modo que é concedida às partes envolvidas na operação a liberdade e a faculdade de estabelecerem os parâmetros a serem definidos na relação contratual, sejam eles de interpretação, revisão conclusão do contrato que irá reger todo o negócio.

2.4.3 VENIRE CONTRA FACTUM PROPRIUM

O princípio da do *venire contra factum proprium* tem como objetivo principal a necessidade de observância do dever de coerência, sendo vedado a adoção de comportamentos contraditórios ao pactuado entre as partes. Além disso, o instituto do *venire contra factum proprium* se destina à proteção da confiança estabelecida a partir do início da relação jurídica.

A partir disso, deve ser feita a ressalva de que o princípio do *venire contra factum proprium*, em função da tutela da confiança, não se trata de um princípio único e

⁷⁹ GAGLIANO, Pablo Stolze, PAMPLONA, Rodolfo. Novo Curso de Direito Civil – Contratos. 4ª ed. São Paulo: Saraiva, 2021, p. 66

⁸⁰ Luis Diez-Picazo e Antonio Gullón, apud Joelma Ticianelli, Limites Objetivos e Subjetivos do Negócio Jurídico na Constituição Federal de 1988, in Direito Civil Constitucional - Caderno 1, org. por Renan Lotufo, São Paulo: Max Limonad, 1999, p. 41. Ver também o nosso volume I, Parte Geral, cap. X.

exclusivamente aplicado para fins de coerência, sendo permitida a mudança de posicionamento em decorrência da volatilidade e maleabilidade do ser humano.⁸¹

Nesse sentido, vale destacar que a construção do instituto do *venire contra factum proprium* se dá a partir dos elementos do princípio da solidariedade social, segurança jurídica e do princípio da boa-fé objetiva.

O princípio da boa-fé objetiva⁸² é o principal fundamento norteador do *venire contra factum proprium*⁸³, uma vez que a tutela da legítima confiança está diretamente relacionada aos parâmetros determinados pelo princípio da boa-fé objetiva. Essa tutela da confiança têm o papel de criar uma relação e uma vinculação entre os parâmetros determinados pela boa-fé objetiva e o fato, estabelecendo uma proteção para a parte que foram induzidas a crer em um estado de coisa que não irá se configurar, mesmo tendo sido pactuado de maneira diversa ao realizado.⁸⁴

Assim sendo, o *venire contra factum proprium* se encontra no âmbito do controle de abuso de direito estabelecido pelo princípio da boa-fé objetiva.⁸⁵ Nesse sentido, os autores Cristiano Chaves e Nelson Rosendal evidenciam que o abuso de direito o qual se refere a boa-fé objetiva está vinculada a evitar um comportamento contraditório com relação ao aspecto axiológico da norma, além da necessidade da conduta da parte se enquadrar morfológicamente no âmbito do direito subjetivo o qual a parte adversa buscava exercer.⁸⁶

Dessa forma, a adoção de condutas que resultem na inobservância dos limites legais estabelecidos se configura como abusiva, devendo haver a reparação nos casos em que houver dano ou uma previsão legal para os casos em que houver o risco de lesão. Nota-se, a partir disso, que o *venire contra factum proprium* à luz do princípio da boa-fé objetiva, tem um caráter repressivo e preventivo, evitando danos causados a partir da adoção de comportamento que firam a tutela da confiança.⁸⁷

⁸¹ SCHREIBER, Anderson. A proibição de comportamento contraditório: tutela da confiança e *venire contra factum proprium*. 3. ed., rev e atual., Rio de Janeiro: Renovar, 2012

⁸² Tópico 2.4.1

⁸³ MENEZES CORDEIRO, Antônio Manuel da Rocha e. Da boa-fé no direito civil. Coimbra: Almedina, 2001.

⁸⁴ Idem, Do abuso de direito: estado de questões e perspectivas, p. 8. Disponível em <http://www.oa.pt/>. Acesso em 06 jun 2022

⁸⁵ Ibidem

⁸⁶ ROSENVALD, Nelson; FARIAS, Cristiano Chaves de. Direito dos Contratos. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2001, pp. 181-182.

⁸⁷ SCHREIBER, Anderson. A proibição de comportamento contraditório: tutela da confiança e *venire contra factum proprium*. 3. ed. rev e atual. Rio de Janeiro: Renovar, 2012, p. 220.

Outro fundamento do *venire contra factum proprium* se trata do princípio da solidariedade social. Através deste, fica determinado que as partes devem cooperar de forma mútua, tendo como parâmetro base o pactuado pelas partes.

Nesse sentido, a autora Maria Celina Bodin de Moraes expõe que é o princípio da solidariedade se origina da ideia de consciência racional voltada para o aspecto dos interesses em comum, de maneira que uma das partes não deve adotar um comportamento que não gostaria que a parte contrária adotasse para com ela.⁸⁸

Por fim, no âmbito da segurança jurídica como fundamento do *venire contra factum proprium*, deve ser destacado que a segurança é o fator impulsionador do princípio em questão. Conforme exposto pelo autor João Baptista Machado, as expectativas criadas se relacionam aos aspectos vinculados ao direito, à segurança e à paz. Logo, estabelecer condutas dentro desses parâmetros de paz e segurança é um dever do direito, que o desempenha partir da vedação de comportamentos contraditórios.⁸⁹

A partir de todo o exposto, nota-se que, nos contratos das operações de M&A, a aplicação do princípio do *venire contra factum proprium* desempenha uma função extremamente relevante, uma vez que, tendo em vista a sua tutela da confiança, protege as partes envolvidas nas operações de comportamentos contraditórios das outras partes envolvidas, fazendo surgir um dever de reparação em função de comportamentos que vão de encontro ao adotado.

2.4.4 PACTA SUNT SERVANDA

O princípio do *pacta sunt servanda*, também nomeado como princípio da força obrigatória, têm como objetivo central determinar que o acordado entre as partes deve ser cumprido de forma estrita, exatamente nos moldes estabelecidos no contrato celebrado entre as partes de um negócio jurídico. Dessa forma, a aplicação do referido princípio tem o condão de determinar que os instrumentos contratuais devem ser respeitados e cumpridos de acordo com os parâmetros previstos.

Essa obrigatoriedade de cumprimento do estabelecido contratualmente entre as partes, oriunda da aplicação do princípio do *pacta sunt servanda*, assegura a proteção dos

⁸⁸ MORAES, Maria Celina Bodin de. Na medida da Pessoa Humana. Rio de Janeiro: Renovar, 2010, p. 241

⁸⁹ MACHADO, João Baptista; CASTANHEIRA NEVES, Antônio. Tutela da confiança e “*venire contra factum proprium*”. Coimbra, In: Revista de legislação e de jurisprudência, Coimbra Editora, nº 3718-3729, 1985, p. 229.

aspectos que permeiam a liberdade de contratação, a autonomia da vontade das partes e a segurança jurídica do ordenamento pátrio.

Sua origem denota o Direito Romano, época em que as relações contratuais estabelecidas se baseavam a partir do paradigma de que o instrumento econômico que exerce força de lei entre as partes vinculadas.⁹⁰ Portanto, os instrumentos contratuais são elaborados para serem cumpridos de acordo com o estabelecido, sendo vedada qualquer tipo de interferência estatal sobre a relação.

Seguindo essa mesma lógica, o autor Orlando Gomes sustenta que, desde que observados todos os requisitos e pressupostos legais de validade, os instrumentos contratuais devem ser respeitados e cumpridos como se determinações legais imperativas fossem. Nesse mesmo sentido, a autora Maria Helena Diniz segue a mesma linha de pensamento adotada pelo autor Orlando Gomes, sustentando que, caso a sua elaboração seja a partir da livre iniciativa e autonomia das partes, o instrumento contratual é incorporado pelo ordenamento pátrio, de maneira que este passar a ter um caráter de norma de direito entre os envolvidos na relação jurídica.⁹¹

A partir disso, sob a ótica das operações de M&A, fica estabelecido que é um dever das partes, ao celebrarem o contrato, adimplir toda a obrigação nele estabelecida, de modo que a violação ao pactuado resulta em grave dano à parte prejudicada.

3. CLÁUSULA DE BREAK-UP FEE E A RESPONSABILIDADE CIVIL CONTRATUAL

A responsabilidade tem a sua origem fundada no Direito Romano, no qual ficou estabelecida como um efeito vinculante da parte devedora frente aos contratos estabelecidos verbalmente.⁹² Dessa forma, a responsabilidade se baseia na premissa de que diante de um dano causado pela realização de um ato ilícito frente a uma norma vigente em uma relação jurídica, podendo essa norma ter caráter contratual ou jurídico, deve a vítima do dano ser reparada pela lesão.

Diante disso, o agente que cometeu um ato danoso contra a parte vitimada faz surgir para si a obrigação reparar o a lesão oriunda do ilícito realizado. Sendo assim,

⁹⁰ AZEVEDO, Álvaro Villaça. Contratos Inominados ou Atípicos e Negócio Fiduciário. Belém: Cejud, 1988. p.87

⁹¹ DINIZ, Maria Helena. Tratado Teórico e Prático dos Contratos. Vol 1. São Paulo: Saraiva, 1993. p. 39

⁹² GONÇALVES, Carlos Roberto. Direito Civil Brasileiro, volume 4: Responsabilidade Civil. 8. ed. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 19

diante da violação de um dever originário, surge o dever secundário de restituir o dano causado pela violação do dever originário.

Portanto, fica evidente que a responsabilidade está fundada na ideia de reparação de um dano sofrido, podendo essa ser realizada a partir da restauração ao *statu quo ante* ou através de uma contraprestação ao dano.

O Código Civil Brasileiro, a partir do artigo 186⁹³, estabelece que o agente responsável por uma conduta fundada em omissão voluntária, negligência, imprudência, violação de um direito ou que cause danos a outrem deve ser responsabilizado pelo ilícito, recaindo sobre ele os pressupostos da responsabilidade civil.

A partir disso, nota-se que o dano se configura como elemento crucial para a incidência da responsabilidade civil sobre o agente responsável pela violação, fazendo surgir, assim, o dever de indenizar.

Conforme anteriormente exposto, a responsabilidade se aplica diante de uma conduta contrária ao estabelecido contratualmente entre as partes. Dessa forma, a responsabilidade civil contratual corresponde a um dever de reparação por danos causados oriundos do inadimplemento contratual. Deve ser dito que, tamanha a importância da reparação frente a um dano causado pela inobservância do que foi pactuado, que a Constituição Brasileira, em seu Art. 5º, V⁹⁴, estabelece que deve ser assegurado o direito de resposta e indenização proporcional ao dano sofrido.

Partindo da ideia do dever de reparação e da necessidade de proteção das partes envolvidas frente a um determinado descumprimento do acordo celebrado, passou-se a estipular nos contratos das operações de fusões e aquisições as cláusulas de *Break-up fee*.

A cláusula de *Break-up fee* consiste em uma previsão de pagamento de multa como forma de compensar a ocorrência de determinadas atos ou fatos jurídicos que resultem na impossibilidade de conclusão de uma operação já em andamento.⁹⁵

Nesse sentido, tem importância analisar os aspectos da relação existente entre a aplicação da cláusula de *Break-up-fee* e a responsabilidade civil contratual no âmbito dos contratos nas operações de M&A. É o que será tratado a seguir.

3.1 ALOCAÇÃO DE RISCO E AS CLÁUSULAS INDENIZATÓRIAS

⁹³ BRASIL. Lei n. 10.406 de 2002. Institui o Código Civil. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406compilada.htm Acesso em: 11 ago. 2022

⁹⁴ BRASIL. Constituição da República Federativa do Brasil de 1988. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm. Acesso em: 16 ago. 2022

⁹⁵ GUINOMET, Pascal. Break Fee-Vereinbarungen. Berlin: Duncker & Humblot, 2003. p. 30

Durante a fase de elaboração do contrato, um dos pontos centrais de preocupação e interesse das partes envolvidas no negócio é a identificação dos riscos envolvidos no negócio e a distribuição destes de maneira estratégica e precisamente calculada.

Os riscos envolvidos em um negócio são de conhecimento das partes envolvidas na relação, podendo esse conhecimento ser em grau variável, uma vez que o acesso às informações se torna fundamental para a identificação desses fatores que põem risco ao sucesso do negócio e cumprimento do pactuado. Dessa forma, pode-se conceituar risco como uma incerteza mensurável relacionada ao alcance dos resultados pretendidos em uma operação, principalmente no aspecto econômico.

Em função dessa possibilidade de mensuração acerca dos riscos que envolvem a operação e que colocam em xeque a obtenção do resultado pretendido, é que se torna possível atribuir às partes os respectivos riscos que recaem individualmente sobre cada uma delas. Assim, durante a elaboração dos contratos, são identificados e distribuídos os riscos para cada uma das partes que compõem o negócio jurídico a ser firmado.

Esse processo de distribuição de risco da operação se inicia a partir da fase inicial de redação do contrato, na qual, a partir da comparação entre o custo necessário para o adimplemento contratual, o valor total da operação e o valor correspondente ao retorno financeiro a ser obtido pelo contratante após a conclusão do negócio. Assim sendo, pode-se notar a aplicação da equação $C < P < V$ ⁹⁶, no qual “C” consiste no valor referente ao montante necessário para o adimplemento contratual, “P” se refere ao valor da operação e “V” ao montante que será gerado ao contratante após a conclusão do negócio.⁹⁷

A partir da lógica de alocação de risco acima demonstrada, é possível constatar que as implicações do risco devem recair sobre a parte que tem a maior capacidade de prevenir o fato identificado enquanto risco ou sobre a parte que possui maior capacidade financeira para arcar com o ônus oriundo do insucesso. Nota-se que o procedimento de alocação do risco segue a mesma premissa adotada no processo de distribuição do ônus da prova, estabelecido no Art. 373, §1º do Código Civil, no qual é alocado o ônus probatório à parte com maior capacidade, diante da verificação de hipossuficiência do autor ou verossimilhança das suas alegações.⁹⁸

⁹⁶ ARAÚJO, Paulo Dóron Rehder. *Contract Design*. Fundação Getúlio Vargas. Agosto, 2017.

⁹⁷ *Ibidem*

⁹⁸ MIRAGEM, Bruno, *Curso de direito do consumidor*. 3ª ed. São Paulo: RT, 2012. p. 186

Ante o exposto, nota-se que o procedimento de alocação de risco em um negócio tem o viés econômico da operação, uma vez que se encontra vinculado aos custos existentes na transação. Dessa forma, a partir da elaboração e redação do contrato que rege o negócio, a alocação de risco é distribuída entre os envolvidos, devendo ser observados os requisitos de capacidade de arcar e superar os mesmos, assim como a necessidade de ser observado o parâmetro de que o valor futuro que será gerado a uma das partes não deve ser superior aos riscos impostos a ela.

Após essa breve digressão acerca da alocação de risco, é importante destacar a Teoria dos Jogos, no aspecto da solução de Nash, como forma de destacar a necessidade de cumprimento do pactuado, englobando os riscos alocados, para que ambas as partes alcancem o resultado pretendido.⁹⁹

A Teoria dos Jogos tem como fundamento demonstrar que um determinado sujeito inserido em uma determinada circunstância e com estímulos específicos, tende a adotar determinadas posturas e decisões. Dentro desse cenário da Teoria dos Jogos se encontra a solução de Nash, também nomeada como equilíbrio de Nash, que consiste no equilíbrio alcançado em função do cumprimento do pactuado entre as partes, ou seja, na realização da estratégia inicial adotada no início da operação.

Assim sendo, entende-se enquanto equilíbrio de Nash o cumprimento das estratégias iniciais da operação de ambas as partes, uma vez que, quando realizadas em conjunto, levam ao sucesso da operação sem que essas sejam modificadas. Isso posto, pode-se notar que a Teoria dos Jogos tem como fundamento central a adoção de condutas que levam a operação ao alcance dos resultados pretendidos, resultando, assim, na conclusão na forma prevista.¹⁰⁰

Ocorre que, diante da necessidade de as partes suportarem riscos e de garantir o alcance do sucesso da operação, se torna necessária a adoção de mecanismos responsáveis por viabilizar a conclusão do negócio e proteger as partes envolvidas no negócio contra eventuais atos lesivos a uma das partes. Um dos mecanismos comumente adotado para a proteção e garantia da operação corresponde às cláusulas de indenização, uma vez que ela desestimula as partes a adotarem condutas lesivas à relação estabelecida e protege as partes diante de uma determinada violação ao pactuado.

⁹⁹ TIMM, Luciano Benetti; HILLBRECHT, Ronald O. Uma Introdução à Teoria dos Jogos. In: Direito e Economia no Brasil, p.115.

¹⁰⁰ CHOI, Albert H.; TRIANTIS, George G. Strategic Vagueness in Contract Design: The Case of Corporate Acquisitions, p. 894

Sob a ótica das cláusulas de indenização, é importante, mesmo que de forma prévia, fazer breves considerações acerca da responsabilidade civil contratual, na qual está inserida a cláusula de indenização.

A responsabilidade civil contratual decorre da violação de um direito estabelecido previamente por um instrumento contratual ¹⁰¹, apresentando como seus pressupostos a celebração de um contrato válido entre as partes envolvidas no negócio, a ocorrência do inadimplemento contratual, e a configuração do nexo causal entre o dano ocasionado e o inadimplemento contratual.¹⁰²

Com relação ao primeiro pressuposto da responsabilidade civil contratual, deve ser destacado que, para a sua configuração o contrato pactuado entre as partes não pode ser nulo, uma vez que este não faz recair sobre as partes as obrigações ali estipuladas, tornando impossível se falar em inadimplemento.

O segundo pressuposto da responsabilidade civil contratual consiste na necessidade de ocorrência de inadimplemento contratual, ou seja, de uma violação ao que foi firmado entre as partes por meio do instrumento contratual. Esse inadimplemento pode ser classificado de três maneiras: absoluto, relativo ou violação positiva do contrato. O inadimplemento absoluto se configura nos casos em que o contrato não foi cumprido e não poderá ser cumprido em outro momento em decorrência do cumprimento não ser mais útil ao credor.¹⁰³ Já o relativo consiste no inadimplemento que não observa os parâmetros estabelecidos contratualmente pelas partes com relação ao lugar, forma e tempo, mas, ainda assim, o seu cumprimento ainda se mostra interessante ao credor.¹⁰⁴ Por fim, o inadimplemento contratual em decorrência de uma violação positiva consiste na inobservância do dever de proteção à relação contratual.

No tocante ao terceiro pressuposto da responsabilidade civil contratual, deve ser destacado que dano, conforme exposição do autor Agostinho Alvim, pode ser conceituado em dois sentidos, o amplo e o estrito. No sentido amplo, o dano pode ser entendido como uma lesão a qualquer bem jurídico, abarcando, assim, o dano moral. Já

¹⁰¹ CAVALIERI, Sérgio. Programa de Responsabilidade civil. 12ª ed. rev. ampl. São Paulo: Atlas, 2015, p. 372.

¹⁰² Ibidem, p. 375-381

¹⁰³ ALVIM, Agostinho. Da inexecução das obrigações e suas consequências. 5ª edição, São Paulo: Saraiva, 1980, p. 44.

¹⁰⁴ BENACCHIO, Marcelo. Inadimplemento das obrigações. In: In: LOTUFO, Renan e NANNI, Giovanni Ettore (Coord.). Obrigações. São Paulo: Atlas, 2011, p. 542-570

no sentido estrito, dano corresponde à lesão ao patrimônio de uma das partes do negócio.¹⁰⁵

Na esfera patrimonial, o Código Civil estabelece, por meio dos artigos 389, 402 e 403¹⁰⁶, que os danos emergentes e os lucros cessantes são objeto de ressarcimento, desde que estes sejam certos, mesmo que futuros. O dano emergente consiste no prejuízo oriundo do inadimplemento contratual, sendo a sua verificação constatada a partir da análise dos fatos, os efeitos do inadimplemento sobre o patrimônio do credor e a verificação dos meios de provas capazes de demonstrar a extensão do dano.¹⁰⁷ Nota-se, portanto, que o dano emergente corresponde a uma comprovação documental acerca dos danos atuais e futuros sofridos por uma das partes, de modo a viabilizar e mensurar a extensão do dano e o alcance da indenização.

Já os lucros cessantes podem ser entendidos como um dano aos lucros que a parte pretendia auferir futuramente. Dessa forma, pode ser entendido como a frustração de um ganho futuro em razão do inadimplemento contratual. Nesse sentido, a autora Gisela Sampaio da Cruz Guedes expõe que é importante entender lucro como benefício, utilidade ou vantagem que é extraída de um determinado negócio ou uma situação específica.¹⁰⁸ Dessa forma, a autora afasta a interpretação do lucro oriunda da ideia de ganho com habitualidade ou no sentido atribuído pelo viés contábil ou econômico.

Quanto aos requisitos necessários para o surgimento da necessidade de ressarcimento dos lucros cessantes a autora Gisela Sampaio da Cruz Correia destaca que devem estar configurados o dano injusto que recai sobre o lesado e que não decorre de atividade ilícita¹⁰⁹; a imediatidade do dano, de forma que os lucros cessantes são decorrentes diretamente das condutas adotadas por uma das partes, sendo inviável o interrompimento do nexos causal construído¹¹⁰; e a certeza acerca do dano, de modo que

¹⁰⁵ ALVIM, Agostinho. Da inexecução das obrigações e suas consequências. 5ª edição, São Paulo: Saraiva, 1980, p. 172.

¹⁰⁶ BRASIL. Lei n. 10.406 de 2002. Institui o Código Civil. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406compilada.htm Acesso em: 10 set. 2022

¹⁰⁷ NANNI, Giovanni Ettore. A Fixação do Dano na Jurisprudência Arbitral. Revista Brasileira de Arbitragem, Comitê Brasileiro de Arbitragem CBAr & IOB, volume IX, nº 36, 2012, pp. 7 – 26. Acesso online pelo Kluwer Arbitration.

¹⁰⁸ GUEDES, Gisela Sampaio Cruz. Lucros cessantes: do bom-senso ao postulado normativo da razoabilidade. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011, p. 73-74.

¹⁰⁹ GUEDES, Gisela Sampaio Cruz. Lucros cessantes: do bom-senso ao postulado normativo da razoabilidade. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011, p. 78. Nesse sentido, destaca a autora Marian Celina Bodin de Moraes: “O dano será injusto quando, ainda que decorrente de conduta lícita, afetando aspecto fundamental da dignidade humana, não for razoável, ponderados os interesses contrapostos, que a vítima dele permaneça irressarcida” (MORAES, Maria Celina Bodin de. Danos à pessoa humana: uma leitura civil-constitucional dos danos morais. Rio de Janeiro: Renovar, 2003, p. 179).

¹¹⁰ Ibidem, p. 84-85

é necessária a verificação do nexos causal a fim de identificar se a resultado que seria alcançado se não fosse adotada a conduta lesiva.¹¹¹

A partir de todo o exposto acerca da responsabilidade civil contratual e dos seus pressupostos, deve ser destacado que as cláusulas de indenização surgem como mecanismo responsável por estabelecer, nos contratos que envolvem as operações de M&A, os direitos das partes envolvidas frente a eventuais perdas, prejuízos, danos ou penalidades, independente da natureza da qual decorre, e que são oriundas da operação.

Dentre as hipóteses de indenização existentes no âmbito das operações de M&A e que podem ser objeto da cláusula devem ser destacadas as possibilidades decorrentes da violação de uma obrigação estabelecida contratualmente, protegendo as partes contra as perdas oriundas dessa violação; a possibilidade de indenização em decorrência de fatos, atos ou omissões com relação a eventuais passivos ou contingências iniciadas anteriormente ao fechamento do negócio.¹¹²

Como modelo de cláusula que abarca as hipóteses acima citadas, a autora Carla Pavesi Gorescu destaca:

7. Indenização

7.1. Obrigação de Indenizar dos Vendedores

7.1.1 Os Vendedores obrigam-se, de forma solidária entre si (em conjunto, “Partes Indenizadoras dos Vendedores”), em caráter irrevogável e irretroatável, a indenizar, reembolsar, defender e isentar a Compradora, qualquer uma de suas Afiliadas ou qualquer um de seus sócios, administradores, representantes, sucessores ou cessionários (ou os sócios, administradores, representantes, sucessores ou cessionários de qualquer uma de suas Afiliadas) e a Sociedade (“Partes Indenizáveis da Compradora”), em relação à totalidade de qualquer Perda, incorrida por qualquer Parte Indenizável da Compradora que, direta ou indiretamente, resulte ou seja relacionada a(o):

- (i) falsidade ou inexatidão de qualquer declaração prestada pelas Partes Indenizadoras dos Vendedores neste Contrato;
- (ii) não cumprimento, parcial ou total, de qualquer avença ou obrigação das Partes Indenizadoras dos Vendedores e/ou da Sociedade contida neste Contrato (ou que possa ser considerada, razoavelmente, decorrência lógica ou necessária das avenças ou obrigações contidas neste Contrato);
- (iii) atos, fatos, eventos, ações ou omissões ocorridas até a data deste Contrato ou cujo fato gerador seja anterior a esta data, ainda que seus efeitos somente se materializem após esta data, tenham ou não sido revelados à Compradora neste Contrato ou nos demais Documentos da Operação, ainda que constem das Demonstrações Financeiras; (...)

“Perda” significa toda e qualquer obrigação, responsabilidade, encargo, despesa, desembolso (incluindo depósitos necessários à defesa de processos administrativos, judiciais (inclusive de sucumbência relacionada a processos ajuizados pela Sociedade) ou arbitrais, cauções, garantias, custas judiciais,

¹¹¹ Ibidem, p. 91

¹¹² GORESCU, Carla Pavesi; Delimitação da Indenização em Operações de Fusões e Aquisições no Brasil – São Paulo, Almedina, 2020, p. 22

honorários advocatícios e despesas correlatas), perda, custo, dano (incluindo dano moral e lucros cessantes), passivo, multa, penalidade ou prejuízo ou valor devido em decorrência de decisão ou acordo, decorrente de qualquer tipo de responsabilidade ou obrigação, bem como a superveniência passiva, a insuficiência ativa ou a inexistência de qualquer ativo (incluindo direitos de propriedade industrial e créditos tributários).¹¹³

Acerca da redação das cláusulas de indenização nos contratos de M&A, deve ser destacada a necessidade de atenção com relação às circunstâncias que envolvem o caso concreto de modo que seja aplicado ao texto da cláusula todo o contexto que envolve a operação.¹¹⁴ Portanto, a redação da cláusula deve observar contextos relacionados à função da cláusula naquela operação específica, os parâmetros adotados no procedimento de cálculo da alocação de risco atribuída a cada parte, o contrato que vincula as partes entre si e o procedimento a ser aplicado naquela operação.

Dessa forma, é fundamental que seja realizado um trabalho minucioso na redação da cláusula de indenização, de modo que o texto a ela aplicado seja o mais objetivo e claro possível para ambas as partes, de modo a evitar qualquer questionamento acerca das determinações atribuídas por ela. É importante frisar que as operações de M&A e, conseqüentemente, os seus contratos, sofrem forte influência do sistema de *common law*, fazendo com que muitos temas e técnicas não estejam previstos no ordenamento pátrio. Dessa maneira, deve o redator do contrato se atentar a necessidade de adequação dos termos e técnicas ao cenário e ordenamento nacional.

Por todo o exposto nesse tópico, nota-se que a cláusula de indenização surge como um mecanismo oriundo da alocação de risco e que permite às partes uma proteção das partes envolvidas na operação em face de riscos que possam impedir a obtenção do resultado pretendido ou em face de eventuais danos oriundos de condutas adotadas pela parte contrária ao longo da operação. Assim sendo, as cláusulas de indenização são redigidas com base nos riscos identificados no procedimento de alocação de riscos, atuando como um dispositivo contratual voltado para as hipóteses de indenização em face de uma violação contratual ou perdas decorrentes de fatos, atos, contingências surgidas anteriormente ao fechamento do negócio ou omissão com relação a passivos, funcionando, assim, como um meio de designação de responsabilidade diante da verificação de um fato danoso à relação contratual.

¹¹³ GORESCU, Carla Pavesi; Delimitação da Indenização em Operações de Fusões e Aquisições no Brasil – São Paulo, Almedina, 2020, p. 23

¹¹⁴ MARTINS-COSTA, Judith. Como harmonizar os modelos jurídicos abertos com a segurança jurídica dos contratos? (Notas para uma palestra). In: Revista Brasileira de Direito Civil – RBDCivil, vol. 5 (julho a setembro de 2015). São Paulo: Editora Fórum, 2015, p. 73.

3.2 PRINCÍPIO DA REPARAÇÃO INTEGRAL DO DANO

O princípio da reparação integral do dano se configura como um dos preceitos basilares da responsabilidade civil, e que somente teve o seu reconhecimento recentemente. Isso se deu porque, apesar de estar respaldado na Constituição Federal de 1988, o seu reconhecimento expresso só se deu com o advento do Código Civil de 2002.¹¹⁵

A partir o princípio aqui analisado, fica estabelecido que a reparação decorrente de um eventual dano deve ser analisada a partir da lesão causada, de modo que supra todo o prejuízo ocasionado. Nesse sentido, deve ser destacado que o dano pode ser no âmbito material, moral ou em função da perda de uma chance. Posto isso, a partir da análise e do dano configurado em um determinado caso, é possível a cumulação das possibilidades de danos acima citadas.

Essa cumulatividade se dá em decorrência da incidência do princípio da reparação integral do dano, uma vez que, conforme o próprio nome resta claro a partir da sua nomeação, o dano deve ser reparado de maneira integral, de modo que seja restabelecida novamente a situação ou estado existente anteriormente ao dano. Sendo inviável o retorno ao estado ou a situação anterior, a indenização atribuída tem o caráter compensatório, também devendo ser observado o requisito da sua integralidade.

Com relação à previsão legal do princípio da reparação integral do dano, ele possui respaldo na Constituição Federal de 1988¹¹⁶, em seu artigo 5º, V¹¹⁷, no qual ficou estabelecido o direito de resposta de maneira proporcional ao dano sofrido e o direito ao recebimento de indenização em decorrência de danos morais ou materiais.¹¹⁸

¹¹⁵ MONTEIRO FILHO, Carlos Edson do Rêgo. Art. 944 do Código Civil: o Problema da Mitigação do princípio da Reparação Integral.

¹¹⁶ BARROSO, Lucas Abreu. Novas fronteiras da obrigação de indenizar e da determinação da responsabilidade civil. In DELGADO, Mário Luiz; ALVES, Jones Figueirêdo (Coord). Questões controvertidas no Novo Código Civil. Série Grandes Temas de Direito Privado – Vol. 5. São Paulo: Método, 2006. “O texto constitucional não ouvidol ainda do tratamento normativo da responsabilidade civil. Alguns de seus dispositivos trazem preceitos atinentes à regulamentação desta, senão vejamos: a) art. 5º, V, X, XLV e LXXV; b) art. 21, XIII, c; c) art. 37, §6º; d) art. 141; e) art. 173, § 5º; f) art. 225, §§2º e 3º; g) art. 236, §1º; h) art. 245. Assim sendo, consagra no ordenamento jurídico diversas modalidades de reparação (afora a pecuniária), o dano moral e a preferência pela responsabilidade objetiva”. P.362

¹¹⁷ BRASIL. Constituição Federal de 1988. Disponível em:

http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Constituicao/Constituicao.htm. Acesso em: 16 set 2022.

¹¹⁸ Assim estabelece o Art. 5º, V, da Constituição Federal: Art. 5º. Todos são iguais perante a lei, sem distinção de qualquer natureza, garantindo-se aos brasileiros e aos estrangeiros residentes no País a inviolabilidade do direito à vida, à liberdade, à igualdade, à segurança e à propriedade, nos termos seguintes: V – é assegurado o direito de resposta, proporcional ao agravo, além da indenização por dano material, moral e à imagem.

Diante do respaldo no artigo 5º, V, da Constituição Federal de 1988, o autor Clayton Reis expõe que ficaram estabelecidas, de forma sólida, as bases que regem a aplicação do princípio no ordenamento jurídico nacional.¹¹⁹ Entretanto, a consolidação expressa do princípio da reparação integral do dano somente se deu a partir do Código Civil de 2002, em seu artigo 944¹²⁰, no qual ficou estabelecido o critério de extensão da reparação do dano.

Nesse sentido, fica claro que a adoção do princípio da reparação integral do dano mostrou-se extremamente benéfica ao cenário jurídico nacional, tendo em vista que este desempenha um papel fundamental na defesa dos ofendidos. Dentre os benefícios pode-se elencar o direito da parte ofendida de obter uma indenização efetiva em decorrência dos danos sofridos, e a atuação enquanto mecanismo capaz de auxiliar e incentivar o ajuste das compensações determinadas pelos magistrados diante de situações em que não seja possível estabelecer um montante indenizatório a partir de meios matemáticos ou modelos mais rígidos de mensuração.

Dessa forma, a ideia central na qual está fundada em duas funções, sendo elas: estabelecer um piso ao valor atribuído como indenização pelos danos, e um teto do valor indenizatório. Essas funções se baseiam a partir do direito francês, no qual o autor Paulo de Tarso V. Sanseveriano afirma que “*tout Le dommage, mais rien que Le damage*”, sendo traduzido como “*todo o dano, e nada mais que o dano*”.¹²¹

Na esfera da função relacionada ao piso do valor da indenização, também conhecida como função compensatória, tem o condão de determinar e assegurar a parte lesada o recebimento de uma indenização correspondente à totalidade do dano sofrido. Já com relação à função relacionada ao teto indenizatório, esta tem o condão de estabelecer um limite indenizatório como forma de evitar a configuração de enriquecimento sem causa da parte lesada e evitar a condenação do agente causador do dano a um montante irrazoável.¹²²

Acerca dessa temática, a autora Flaviana Rampazzo Soares expõe que, a partir da análise do disposto no artigo 944 do Código Civil, se nota que o dano está diretamente ligado a indenização, uma vez que, conforme caput do referido artigo, a indenização deve

¹¹⁹ REIS, Clayton. Os Rumos da indenização do dano moral. Rio de Janeiro: Forense, 2002.

¹²⁰ Assim estabelece o artigo 944 do Código Civil de 2002: “art. 944. A indenização mede-se pela extensão do dano”.

¹²¹ SANSEVERINA, Paulo de Tarso V. Princípio da Reparação Integral dos Danos Pessoais. *Jornal Carta Forense*. Out – 2005.

¹²² SANSEVERINA, Paulo de Tarso V. Princípio da Reparação Integral dos Danos Pessoais. *Jornal Carta Forense*. Out – 2005.

ser medida a partir do dano sofrido. Assim sendo, há um processo de equivalência e equidade entre o dano e a indenização, uma vez que a vítima somente faz jus ao valor exato do dano sofrido.¹²³

Seguindo a mesma linha de pensamento, ao autor Fábio Henrique Podestá sustenta que a indenização não pode corresponder a montante superior ao dano sofrido, pois, caso ocorra, restará configurado o enriquecimento indevido e o lucro de maneira fácil. Além disso, autor equipara e reconhece a reparação enquanto uma restituição íntegra. Isso posto, o autor define que a indenização corresponde a uma reposição ao patrimônio da vítima do dano na situação em que estaria caso não tivesse ocorrido a lesão.¹²⁴

O autor Andrés F. Varizat¹²⁵ destaca a existência de duas diretrizes com relação à aplicação do princípio da reparação integral do dano. Segundo o autor, a primeira diretriz consiste na necessidade de ressarcimento do dano. Nesse sentido, diante de uma violação a uma obrigação estabelecida contratualmente, sendo ela principal ou acessória, faz jus a parte vitimada ao recebimento de uma indenização, que deve observar a integralidade do direito de ressarcimento.

Já a segunda diretriz que rege o princípio da reparação integral do dano estabelece que a indenização deve respeitar os parâmetros da extensão do dano sofrido, de modo que não seja inferior a lesão sofrida e nem superior a essa. O autor sustenta que em caso de determinação de uma indenização inferior ao dano sofrido, essa resultaria em uma não efetivação do princípio em questão, enquanto a determinação de uma indenização superior resultaria em uma configuração de excesso na aplicação do princípio, de modo que excederia a o valor necessário e correspondente diretamente ao dano ocasionado.

No contexto de atuação do princípio da reparação integral do dano, esta se dá a partir das esferas da responsabilidade civil contratual e extracontratual, dos danos morais e materiais e da perda de uma chance.

No âmbito da responsabilidade civil contratual, a aplicação do princípio da reparação integral do dano decorre, necessariamente, do descumprimento de uma

¹²³ SOARES, Flaviana Rampazzo. Responsabilidade Civil por Dano Existencial. Porto Alegre: livraria do Advogado, 2009.

¹²⁴ PODESTÁ, Fábio Henrique. Direito das Obrigações. Teoria Geral e Responsabilidade Civil. 3ª. Ed. São Paulo: Atlas, 2002.

¹²⁵ VARIZAT, Andrés F. Daño futuro y principios de La reparacion integral: sus proyecciones prácticas em um reciente fallo Del Tribuna Superior de Justicia de Córdoba. Fonte: Apc 2010 6 638

obrigação anteriormente pactuada. A partir disso, o autor Sílvio de Salvo Venosa¹²⁶ destaca que a partir do inadimplemento contratual, aplicar-se-á o método e o procedimento de ressarcimento estabelecido no instrumento contratual, sendo ainda facultada às partes a fixação de danos a partir da estipulação de uma cláusula penal.

No caso da responsabilidade civil extracontratual, aplica-se o procedimento estabelecido no artigo 946 do Código Civil¹²⁷. Sendo assim, a partir da existência de um instrumento contratual entre as partes envolvidas no caso concreto, deve ser aplicada a regra da lei processual vigente a partir da lesão sofrida.

Seguindo essa mesma linha de pensamento, o autor Miguel Maria Serpa Lopes¹²⁸ sustenta que o princípio que rege a responsabilidade civil oriunda de um descumprimento contratual é o da reparação integral do dano. Conforme sustenta o autor, o dano oriundo do descumprimento contratual deve ser ressarcido de forma integral, de modo que seja restabelecido ao credor a condição que teria caso houvesse ocorrido o adimplemento do contrato.

Já a atuação sobre a esfera dos danos materiais e morais se dá a partir da possibilidade de cumulação de pedidos por danos morais e materiais em função de uma mesma conduta danosa. Essa possibilidade de cumulação decorre justamente da necessidade de indenização de modo integral, abarcando tanto os aspectos relacionados aos danos a personalidade quanto aos danos patrimoniais.

Com relação ao cálculo da indenização atribuída aos danos, a autora Regina Beatriz Tavares da Silva expõe que para os danos materiais aplica-se a forma estabelecida no artigo 944 do Código Civil¹²⁹, ou seja, o cálculo se dá a partir da extensão do dano sofrido pela parte vitimada. Dessa forma, deve ser levando em consideração, para fins de cálculo do dano material, a quantia correspondente ao valor que a vítima do dano deixou de lucrar e o que perdeu com dano sofrido, tendo, assim, um caráter de ressarcimento na indenização atribuída.¹³⁰

¹²⁶ VENOSA, Sílvio de Salvo. *Direito Civil – Responsabilidade Civil*. 5ª. Ed. São Paulo: Atlas, 2005

¹²⁷ Na forma do artigo 946 do Código Civil: Art. 946. Se a obrigação for indeterminada, e não houver na lei ou no contrato disposição fixando a indenização devida pelo inadimplente, apurar-se-á o valor das perdas e danos na forma que a lei processual determinar.

¹²⁸ LOPES, Miguel Maria de Serpa. *Curso de Direito Civil*. Vol II, 6ª. ed. Rio de Janeiro: Livraria Freitas e Bastos, p. 396 - “Descumprida a obrigação, violado o direito do prejudicado, a este assiste uma reparação, destinada a reequilibrar a sua posição jurídica, de modo a tanto quanto possível retornar ao estado em que se encontraria, se o devedor houvesse realizado a prestação no tempo e forma devidos”.

¹²⁹ Art. 944. A indenização mede-se pela extensão do dano.

¹³⁰ SILVA, Regina Beatriz Tavares da. Critérios de fixação da indenização do dano moral. “Na fixação do dano material, calcula-se tudo aquilo que o lesado deixou de lucrar e o que efetivamente perdeu, portanto, verifica-se a extensão do dano. Já que o evento danoso interrompe a sucessão normal dos fatos, a

Na esfera do dano moral, a autora deixa clara a impossibilidade de atribuição do caráter de ressarcimento ao montante atribuído como indenização, uma vez que se mostra inviável a restauração de um bem imaterial. A partir disso, são adotados critérios baseados na compensação do dano sofrido pela vítima e a proporcionalidade ao dano ocasionado pelo lesante, como forma de desestimular a adoção de condutas danosas.¹³¹

Nesse sentido, o autor Bruno Oliveira Maggi sustenta que a indenização por danos materiais tem como objetivo a recomposição do valor econômico referente ao bem lesado. Com relação ao dano moral, o autor a identifica com caráter compensatório, uma vez que é impossível a reparação da dor sofrida pela parte que sofreu o dano.¹³² Dessa forma, o valor atribuído a título de indenização na esfera dos danos morais tem como objetivo amenizar o sofrimento sofrido.¹³³

Por fim, o princípio da reparação integral do dano incide sobre as hipóteses de perda de uma chance, que se dá a partir da análise entre o nexo causal e o dano que será sofrido pela vítima. Assim sendo, a aplicação do princípio da reparação integral do dano sob a esfera da perda de uma chance se dá a partir da influência dos aspectos relacionados à solidariedade social e dignidade da pessoa humana, assim como há a necessidade de configuração de um dano injusto e que recaia sobre ele a possibilidade de reparação civil.

Nesse sentido, a autora Flaviana Rampazzo Soares sustenta que a aplicação do princípio da reparação integral do dano no âmbito da perda de uma chance se dá em decorrência dos danos oriundos da frustração da obtenção de vantagem pecuniária futura. A partir disso, a parte que foi vítima do dano faz jus ao recebimento da indenização de modo que a indenização corresponda à vantagem que teria auferido caso não houvesse o ato danoso.¹³⁴

Seguindo a mesma linha adotada pela autora acima citada, o autor Rafael Peteffi da Silva conceitua que o dano oriundo da perda de uma chance consiste em um dano oriundo de uma vantagem anteriormente esperada e que foi perdida de forma definitiva. Dessa forma, a aplicação do princípio da reparação integral do dano surge como

reparação de danos deve provocar um novo estado de coisa que se aproxime tanto quanto possível da situação frustrada, ou seja, daquela situação que, segundo a experiência humana, em caráter imaginário, seria a extensão se não tivesse ocorrido o dano. Vê-se, assim, que o critério da extensão do dano aplica-se perfeitamente à reparação do dano material – que tem caráter ressarcitório”. p.262.

¹³¹Ibidem

¹³² MAGGI, Bruno Oliveira. Nova Proposta de classificação do Dano no Direito Civil.

¹³³ Ibidem, p. 37

¹³⁴ SOARES, Flaviana Rampazzo. Responsabilidade Civil por Dano Existencial. Porto Alegre: Livraria dos Advogados, 2009.

mecanismo responsável por garantir que a parte lesada receberá a quantia integral referente ao dano sofrido.

Ante todo o exposto, resta claro que a aplicação do princípio da reparação integral do dano se mostra extremamente relevante e necessário no âmbito da responsabilidade civil, uma vez que garante à parte lesada o direito de receber o valor correspondente ao dano sofrido como forma de reparação ou como forma de compensar o dano ocasionado. Além disso, a atuação do princípio se mostra fundamental com relação ao aspecto de proteção das partes envolvidas, tendo em vista que através dela adotam-se os parâmetros que estabelecem a adoção de parâmetros de cálculo da indenização como forma de evitar o enriquecimento indevido ou a ausência de eficácia a título de indenização.

3.3 CLÁUSULA DE *BREAK-UP FEE* E A TEORIA DO *CONTRACT DESIGN*

Dentro da ótica do procedimento de alocação de risco acima tratado, cabe às partes identificar os riscos oriundos da operação e, a partir de um consenso, estabelecido no contrato que rege o negócio, determinar os riscos identificados que recaem sobre cada agente envolvido no negócio jurídico.

Nesse sentido, com a evolução dos procedimentos e do significativo aumento dos riscos que permeiam os processos de M&A, surgiu a necessidade de evolução dos mecanismos de proteção das partes envolvidas como forma de acompanhar o desenvolvimento das operações.

A partir desse contexto e do cenário no qual é despertada às partes a necessidade de mitigar eventuais danos oriundos do insucesso da operação e que possam resultar em danos, foi criada a cláusula de *Break-up Fee*, também conhecida como cláusula de *Termination Fee*.

A criação e o início da sua aplicação denotam do sistema de *common law* e que, em função da globalização e do crescimento de negócios entre empresas de países diferentes, se expandiu e passou a ser aplicada por diversos países no mundo, inclusive o Brasil e outros países fundados no sistema de *civil law*.

Com base na doutrina privatista alemã, que mostra um crescimento nessa esfera, as cláusulas de *Break-up Fee* consistem em:

“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 uma parte, ou que, não sendo imputáveis a nenhuma parte, ainda assim tornam inviável a transação.”¹³⁵

Dessa forma, a cláusula de *Break-up Fee* corresponde a uma previsão contratual que estabelece o pagamento de uma multa em razão do insucesso da operação, que deve ocorrer durante a fase de fechamento da operação, ou seja, entre a assinatura dos contratos definitivos e a conclusão do negócio.¹³⁶

A estipulação da cláusula de *Break-up Fee* nos instrumentos contratuais que parametrizam as operações de M&A tem o condão primordial de proteção às partes que se caracterizam como compradoras no negócio a ser firmado. Seu surgimento está atrelado à necessidade de proteção dos compradores, tendo em vista a grande concorrência do mercado econômico.

Assim sendo, inicialmente, a cláusula de *Break-up Fee* estipulava o pagamento de um montante em dinheiro ao comprador em caso de ocorrência de desistência pela empresa-alvo da operação, assim como nas hipóteses de descumprimento da obrigação de exclusividade da empresa-alvo para com a compradora, negativa por parte da assembleia geral da parte vendedora, assim como a desistência da operação da empresa-alvo em razão do recebimento de uma proposta feita por um terceiro, e o descumprimento de uma obrigação que torne inviável o alcance da conclusão do negócio.¹³⁷

Portanto, a cláusula de *Break-up Fee* surge como um instrumento de alocação de risco ao vendedor, ou seja, à empresa-alvo da operação. Isso se dá em razão do entendimento de que o comprador se mostra mais vulnerável a operação, tendo em vista o poder decisório da empresa-alvo. Assim, do montante estipulado busca reparar os custos arcados pela parte compradora, além de buscar reparar a quebra de expectativa criada pela parte lesada e eventuais prejuízos e perdas de oportunidades causadas pela operação

¹³⁵ GUINOMET, Pascal. *Break Fee-Vereinbarungen*. Berlin: Duncker & Humblot, 2003. p. 30 - “Vertragliches Versprechen der Zahlung einer vereinbarten Geldsumme für den Fall, daß die geplante Transaktion aufgrund von bestimmten, vertraglich festgelegten Gründen scheitert, die entweder durch eine Partei zu vertreten sind oder zwar von keiner Partei zu vertreten sind, jedoch die Transaktion nicht mehr durchführbar machen.”

¹³⁶ Explicado no tópico 2.2

¹³⁷ VON ADAMEK, Marcelo Vieira - 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. 1/2022 | Jun / 2022 – Disponível em: <https://www.thomsonreuters.com.br/content/dam/ewp-m/documents/brazil/pt/pdf/other/leia-o-artigo-marcelo-vieira-von-adamek-rev-m-a.pdf>

inviabilizada.¹³⁸ Além disso, deve-se ressaltar que o valor também busca amenizar o dano causado em função do desperdício do tempo atribuído ao andamento da operação.

O pagamento da soma estipulada pela cláusula de *Break-up Fee* não possui um parâmetro específico para a sua mensuração. Nesse sentido, o valor a ser estipulado varia de acordo com a operação a ser realizada.

Todavia, de modo geral, os países de *common law* utilizam o valor da operação como forma de mensurar o quanto é devido para a parte lesada, de modo que a multa estipulada varia de acordo com cada operação específica. Entretanto, pode-se identificar uma média nas multas aplicadas. Parte da doutrina reconhece que valores correspondentes a até 10% do valor da operação se demonstram justos e eficazes.¹³⁹ Entretanto, na Alemanha aplica-se uma média de 10% a 15%, o que foge do padrão norte americano que corresponde a 6,76% do valor da operação.¹⁴⁰

Nesse contexto, pode-se exemplificar a cláusula de *Break-up Fee* na forma estipulada na operação de aquisição realizada pela Softkey Internacional Inc., Kidsco Inc. e The Learning Company no ano de 1995:

Cláusula de Break-up Fee.

(a) Na ocorrência de qualquer um dos seguintes eventos, a TLC deverá efetuar imediatamente o pagamento à SoftKey (por transferência eletrônica ou cheque bancário) de uma taxa de separação no valor de US\$ 15.000.000 mais US\$ 3.000.000 para cobrir as despesas da SoftKey (coletivamente o "Taxa de Dissolução"):

(i) este Contrato é rescindido em virtude de uma Rescisão de Proposta Superior;

(ii) o Conselho de Administração da TLC tenha se recusado a recomendar ou alterado suas recomendações relativas à Oferta ou à Incorporação ou tenha divulgado, de qualquer forma, sua intenção de alterar tal recomendação; ou

(iii) a TLC rescindir este Contrato após a Data Final, se antes da Data Final um terceiro tiver proposto, ou tiver sido divulgado publicamente que um terceiro pretende propor uma Aquisição Alternativa, e dentro de três meses seguindo o Data Final, a TLC celebrará um contrato com esse terceiro que prevê uma Aquisição Alternativa.¹⁴¹

¹³⁸ Afsharipour, A. 2010. "Transforming the Allocation of Deal Risk through Reverse Termination Fees." *Vanderbilt Law Review* 63: 1161-1240

¹³⁹ WÄCHTER, Gerhard H. *M&A Litigation: M&A-Recht im Streit*. 2. ed. Köln: RWS, 2014, p. 46.

¹⁴⁰ GEVURTZ, Franklin A.; e SAUTTER, Christina M. *Mergers and acquisitions law*. St. Paul: West Academic, 2019.

¹⁴¹ Disponível em: <https://www.lawinsider.com/contracts/1boxQgWHcWJ#breakup-fee> - Breakup Fee.

(a) Upon the occurrence of any of the following events, TLC shall immediately make payment to SoftKey (by wire transfer or cashiers check) of a breakup fee in the amount of \$15,000,000 plus \$3,000,000 to cover expenses of SoftKey (collectively, the "Breakup Fee"): (i) this Agreement is terminated pursuant to a Superior Proposal Termination; (ii) the Board of Directors of TLC shall have refused to recommend or changed its recommendations concerning the Offer or the Merger or shall have disclosed, in any manner, its intention to change such recommendation; or (iii) TLC shall have terminated this Agreement after the Final Date, if prior to the Final Date a third party shall have proposed, or it shall have been publicly disclosed that a third party intends to propose an Alternative Acquisition, and within three months

Ante o exposto, há de se ressaltar a análise da cláusula de *Break-up Fee* a partir da Teoria da *Contract Design*, que tem como ideia central de que as partes devem pactuar os custos que envolvem a operação de acordo com a redação adotada na elaboração do instrumento contratual.

Dessa forma, a Teoria da *Contract Design* consiste em uma técnica de redação contratual na qual é facultada às partes pactuar acerca da alocação dos custos relacionados aos riscos existentes na operação de forma prévia ou na parte final do negócio. Assim, a partir da redação contratual, os riscos e os custos que os envolvem podem ser antecipados ou postergados, levando em consideração os aspectos econômicos das partes envolvidas na relação contratual e as suas pretensões.¹⁴²

Destarte, pode-se dividir a alocação de riscos e de custos em dois momentos, sendo intituladas enquanto *front-end* quando a alocação se der na etapa inicial do processo de elaboração do contrato. Enquanto isso, quando esse procedimento ocorrer apenas na fase final do procedimento, dar-se-á o nome de *back-end*.¹⁴³

Há de se destacar que a diferenciação da redação adotada se encontra na profundidade da especificidade dos termos utilizados na redação do instrumento contratual, de modo que os contratos de *front-end* são elaborados a partir de termos precisos e os contratos de *back-end* estão fundados em termos vagos.

Portanto, a teoria da *Contract Design* busca, a partir dos interesses econômicos das partes envolvidas, estabelecer um parâmetro de interpretação e redação do instrumento contratual responsável por reger a relação jurídica para que este esteja de acordo com as vontades manifestadas por todos os envolvidos.¹⁴⁴

Por todo o exposto, nota-se que a cláusula de *Break-up Fee* consiste em um mecanismo contratual de alocação de risco pautado na forma de *front-end*, na forma estabelecida pela Teoria da *Contract Design*, uma vez que se encontram previamente estabelecidas as hipóteses que irão resultar no acionamento da cláusula disposta no contrato que rege a relação jurídica.

following the Final Date, TLC shall enter into an agreement with such third party providing for an Alternative Acquisition.

¹⁴² SCOTT, Robert E.; TRIANTIS, George G. Incomplete Contracts and the Theory of Contract Design, p. 02.

¹⁴³ SCOTT, Robert E.; TRIANTIS, George G. Anticipating Litigation in Contract Design. The Yale Law Journal, v. 115, p. 814-879, 2006.

¹⁴⁴ SCOTT, Robert E.; TRIANTIS, George G. Principles of Contract Design. Yale Law Journal, v. 115, 2006, p. 08

Sendo assim, é inegável a relevância da aplicação da cláusula de *Break-up Fee* nos contratos das operações de M&A, tendo em vista que esta corresponde a um mecanismo necessário para evitar eventuais prejuízos oriundos dos gastos em uma operação que não terá o resultado pretendido, assim como em função da quebra do estabelecido contratualmente, de modo que frustre as pretensões da parte ora interessada.

3.4 APLICABILIDADE DA CLÁUSULA DE BREAK-UP FEE NO CENÁRIO BRASILEIRO

Com o passar do tempo, as cláusulas de *Break-up Fee* passaram a ser cada vez mais frequentes nas operações ao redor do mundo, tendo em vista o crescimento dos processos de M&A internacionais. A partir disso, as cláusulas de *Break-up Fee* passaram a ser exploradas ao redor do mundo, de modo que a sua utilização passou a crescer nas operações domésticas dos países.

Seguindo a tendência, as operações de M&A no Brasil passaram a adotar a cláusula de *Break-up Fee* com cada vez mais frequência, tanto nas operações internacionais quanto nas operações domésticas.

Nesse sentido, o CADE, a partir das Diretrizes para a Análise da Consumação Prévia de Atos de Concentração Econômica¹⁴⁵, também conhecidas como Guias de *Gun Jumpings*, emitidas em 20 de maio de 2015, reconheceu como lícita a aplicação dessas cláusulas nas operações no âmbito nacional.

Conforme disposto na seção I, tópico II, alínea C, item II¹⁴⁶, a estipulação da cláusula de *Break-up Fee* não se configura como um procedimento que se enquadre como *gun jumping*, sendo livre às partes para pactuarem acerca da cláusula no contrato que irá reger a relação.

Vale destacar que *gun jumping* consiste em uma violação na qual as partes deixam de informar ao CADE sobre a existência do negócio antes de concluir a operação, de maneira que impossibilita a apreciação do negócio frente a proteção da economia nacional.

¹⁴⁵ Disponível em: <https://cdn.cade.gov.br/Portal/centrais-de-conteudo/publicacoes/guias-do-cade/gun-jumping-versao-final.pdf>. Acesso em: 03 out 2022

¹⁴⁶ c) cláusula de pagamento antecipado integral ou parcial de contraprestação pelo objeto da operação, não reembolsável, com exceção de (c.i.) pagamento de um sinal típico de transações comerciais, (c.ii.) depósito em conta bloqueada (escrow), ou (c.iii.) cláusulas de break-up fees (pagamentos devidos caso a operação não seja consumada)

Conforme disposto no Art. 88 da Lei nº 12.529/2011, conhecida como Lei de Defesa da Concorrência, incisos I e II, o CADE deve ser notificado quando um dos grupos envolvidos no negócio tenha registrado no último balanço, o faturamento bruto anual ou volume de negócios no território brasileiro no ano anterior for igual ou superior a R\$400.000.000,00 (quatrocentos milhões de reais). O CADE também deve ser notificado quando o valor da operação for igual ou superior a R\$ 30.000.000,00 (trinta milhões de reais).

O parágrafo 3º do referido artigo determina que, sendo praticada a *gun jumping*, a operação realizada sem a apreciação é nula, sendo aplicada multa não inferior a R\$ 60.000,00 (sessenta ml reais) e não superior a R\$ 60.000.000,00 (sessenta milhões de reais).¹⁴⁷

Ante o exposto, nota-se que a aplicação do mecanismo da cláusula de *Break-up Fee* é reconhecida pelo órgão regulador como lícito, sendo facultado às partes o direito de estipularem acerca do pagamento de uma contraprestação em razão da configuração das hipóteses estabelecidas na cláusula.

Nesse sentido, deve-se ressaltar que as partes são livres para celebrarem acordos, mesmo que estes não adotem mecanismos tipificados pela legislação pátria, tendo em vista que recai sobre elas o princípio da autonomia da vontade. Nesse sentido, o artigo 421-A do Código Civil¹⁴⁸, a partir da redação dada pela Lei nº 13.874/2019, conhecida

¹⁴⁷ BRASIL, Lei nº 12.529/2011 – Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2011/lei/112529.htm. Acesso em: 03 out 2022

Art. 88. Serão submetidos ao Cade pelas partes envolvidas na operação os atos de concentração econômica em que, cumulativamente:

I - pelo menos um dos grupos envolvidos na operação tenha registrado, no último balanço, faturamento bruto anual ou volume de negócios total no País, no ano anterior à operação, equivalente ou superior a R\$ 400.000.000,00 (quatrocentos milhões de reais); e

II - pelo menos um outro grupo envolvido na operação tenha registrado, no último balanço, faturamento bruto anual ou volume de negócios total no País, no ano anterior à operação, equivalente ou superior a R\$ 30.000.000,00 (trinta milhões de reais).

§ 3º Os atos que se subsumirem ao disposto no caput deste artigo não podem ser consumados antes de apreciados, nos termos deste artigo e do procedimento previsto no Capítulo II do Título VI desta Lei, sob pena de nulidade, sendo ainda imposta multa pecuniária, de valor não inferior a R\$ 60.000,00 (sessenta mil reais) nem superior a R\$ 60.000.000,00 (sessenta milhões de reais), a ser aplicada nos termos da regulamentação, sem prejuízo da abertura de processo administrativo, nos termos do art. 69 desta Lei.

¹⁴⁸ BRASIL. Lei n. 10.406 de 2002. Institui o Código Civil. Disponível em:

http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406compilada.htm Acesso em: 28 out 2022 - 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: (Incluído pela Lei nº 13.874, de 2019)

I - as partes negociantes poderão estabelecer parâmetros objetivos para a interpretação das cláusulas negociais e de seus pressupostos de revisão ou de resolução; (Incluído pela Lei nº 13.874, de 2019)

II - a alocação de riscos definida pelas partes deve ser respeitada e observada; e (Incluído pela Lei nº 13.874, de 2019)

III - a revisão contratual somente ocorrerá de maneira excepcional e limitada.

como Lei da Liberdade Econômica, ficou estabelecido que os parâmetros objetivos de interpretação, revisão ou resolução, assim como a alocação de risco realizada pelas partes devem ser respeitadas.

De forma complementar, o Art. 113, §2º do Código Civil, com a redação da Lei da Liberdade Econômica, passou a estabelecer que as partes são livres para pactuarem as regras de interpretação, assim como preencher lacunas e integrar negócio de forma diversa da que a lei determina.¹⁴⁹

Logo, apesar da cláusula de *Break-up Fee* não estar tipificada na legislação brasileira, as partes são livres para pactuá-las da forma que bem entenderem, desde que seja mantida a simetria das partes.

Entretanto, deve-se ressaltar que além da aplicação comum da cláusula, o Brasil tem se destacado no cenário internacional pela aplicação reversa da cláusula de *Break-up Fee*.

Como o próprio nome já diz, a aplicação reversa da cláusula de *Break-up Fee* se dá de forma contrária a aplicação comum, ou seja, sendo aplicada da parte compradora para a sociedade-alvo. Sendo assim, os riscos identificados pelas partes na operação são alocados a parte compradora e não sobre a empresa-alvo, como ocorre na aplicação comum da cláusula.¹⁵⁰

O crescimento da aplicação reversa da cláusula de *Break-up Fee* no território brasileiro surge, principalmente, como uma resposta ao enrijecimento do CADE no processo de avaliação de autorização da conclusão das operações, tendo em vista que houve um aumento na aplicação das leis antitruste. Além disso, passou-se a adotar o entendimento de que a empresa-alvo se mostra mais vulnerável, de modo que não devem recair sobre ela os riscos oriundos do negócio.

Portanto, em caso de desistência ou ação que impossibilite a conclusão da operação, deve o comprador pagar o valor estipulado na cláusula de *Break-up Fee*. Além disso, em caso de bloqueio da operação pelo CADE, fica o comprador obrigado a pagar o valor pactuado, tendo em vista que há o entendimento de que é uma obrigação do

¹⁴⁹ Idem. Art. 113. Os negócios jurídicos devem ser interpretados conforme a boa-fé e os usos do lugar de sua celebração. § 2º As partes poderão livremente pactuar regras de interpretação, de preenchimento de lacunas e de integração dos negócios jurídicos diversas daquelas previstas em lei. (Incluído pela Lei nº 13.874, de 2019)

¹⁵⁰ Darren S. Tucker & Kevin Yingling, Keeping the Engagement Ring: Apportioning Antitrust Risk with Reverse Breakup Fees, 22 ANTITRUST MAGAZINE 70, 70-71 (2008) Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=1306453>

comprador observar a viabilidade da operação junto aos requisitos estabelecidos pelo CADE.

Entretanto, faz-se necessário destacar que a aplicação da cláusula de *Break-up Fee* de modo reverso não afasta a aplicação da cláusula na forma comumente aplicada no cenário dos países de *common law*, e vice e versa. A partir disso, a luz da autonomia da vontade das partes, os envolvidos na relação jurídica podem pactuar uma cláusula com o teor cruzado, ou seja, estipulada de forma que tanto a parte interessada quanto a empresa-alvo tenham que suportar riscos em caso de inadimplemento da obrigação por uma delas.

Outro ponto que em que o Brasil diverge com relação à aplicação da cláusula de *Break-up Fee* corresponde a forma de cálculo do valor a ser pago em caso de insucesso da operação.

Conforme exposto no tópico anterior, o cálculo comumente adotado pelos países a fim de determinar o valor a ser estipulado na cláusula de *Break-up Fee* varia de país para país, sendo aplicada uma média de 6,76% nos EUA e de 10% a 15% na Alemanha. Já no Brasil, aplica-se o percentual de 8,2% sobre o valor total da operação como forma de estabelecer o valor a ser pago em caso de acionamento do mecanismo disposto na cláusula de *Break-up Fee*.¹⁵¹

Ante o exposto, é inegável que a aplicação da cláusula de *Break-up Fee* no cenário brasileiro, sendo ela de forma comum ou reversa, se encontra em uma fase de transição entre ser uma tendência e se tornar uma prática corriqueira nas operações realizadas no âmbito nacional. Nesse sentido, em matéria divulgada pela revista Valor, em 20 de março de 2018¹⁵², nota-se o crescimento na aplicação da cláusula a partir do ano de 2015, sendo destacadas as seguintes operações que previam em seus contratos a aplicação reversa da cláusula de *Break-up Fee*:

ANO	COMPRADOR	VENDEDOR	VALOR DA CLÁUSULA DE <i>BREAKUP FEE</i> REVERSA	RESULTADO DA OPERAÇÃO
2015	Ânima Educação	Whitney faz Brasil	R\$ 46 milhões	Houve desistência por parte do comprador em razão das mudanças no

¹⁵¹ Maria Luiza Filgueiras, Taxas de separação começam a surgir no mercado de M&A do Brasil, Valor, março 20, 2018. Disponível em: <http://www.valor.com.br/international/news/5395141/breakup-feesstartemerging-brazils-ma-market>

¹⁵² Ibidem

				setor de regulação e o valor foi pago ao vendedor.
2015	BM&F Bovespa	Cetip	R\$ 750 milhões	A transação foi concluída como pactuado e não houve o acionamento da cláusula
2016	RHI	Magnesita	R\$ 70 milhões	A transação foi concluída como pactuado e não houve o acionamento da cláusula
2016	Mosaico	Vale Fertilizantes	R\$ 407 milhões	A transação foi concluída como pactuado e não houve o acionamento da cláusula
2016	Kroton	Estácio	R\$ 150 milhões	O CADE não aprovou a operação e o comprador pagou o valor previsto na cláusula
2017	Ultragas (Grupo Ultra)	Liquigás (Petrobrás)	R\$ 280 milhões	O CADE não aprovou a operação e o comprador pagou o valor previsto na cláusula

Destarte, a aplicação da cláusula de *Break-up Fee* vem se consolidando no âmbito das operações de M&A, tanto nas operações domésticas quanto nas operações envolvendo partes internacionais. Grande demonstração disso é o reconhecimento por parte do CADE acerca da adoção de tal mecanismo e do não enquadramento deste como prática ilícita a partir da ótica do *gun jumping*. Se trata de um mecanismo de proteção dos envolvidos nas operações que tende a se fazer cada vez mais presente, tanto na sua forma de aplicação comum quanto na forma reversa, comumente aplicada no Brasil.

4. CLÁUSULA BREAK-UP FEE NOS CONTRATOS DE M&A: CLÁUSULA PENAL E A APLICAÇÃO DA RAZOABILIDADE E PROPORCIONALIDADE NA MULTA ESTIPULADA COMO GARANTIA DE PROTEÇÃO DAS PARTES ENVOLVIDAS

Conforme anteriormente exposto, a cláusula de *Break-up Fee* consiste em um mecanismo contratual com o objetivo de alocar os riscos que foram localizados pelas partes no negócio. Em caso de configuração de uma das hipóteses de incidência estabelecidas pelas partes, deve a parte responsável por suportar os riscos indenizar a parte contrária em razão do insucesso da operação de M&A.

Seguindo a tendência internacional, as operações envolvendo empresas brasileiras, sendo elas domésticas ou internacionais, tem cada vez mais estipulando em seus contratos a cláusula de *Break-up Fee*. Tal crescimento foi tanto que o CADE reconheceu em suas diretrizes a existência da cláusula, conforme já demonstrado anteriormente.

Ocorre que a cláusula de *Break-up Fee*, apesar da sua crescente aplicação nas operações de M&A e do reconhecimento por parte do órgão regulador, não tem previsão legal no ordenamento pátrio.

A partir disso, pode-se enquadrar a cláusula de *Break-up Fee* nos moldes estabelecidos pelo Art. 408 e seguintes do Código Civil¹⁵³. Dessa forma, deve a cláusula ser reconhecida enquanto cláusula penal, uma vez que consiste na previsão de pagamento de uma determinada quantia previamente estabelecida em razão do descumprimento que resulte na impossibilidade de conclusão do negócio jurídico.

Sendo assim, a aplicação da cláusula busca garantir o cumprimento do acordado no início da operação. Além disso, busca resguardar a parte surpreendida pelo insucesso da operação, estabelecendo uma multa como forma de indenizar a parte lesada em função dos prejuízos causados pela operação malsucedida.

Deve-se destacar que a multa estipulada precisa respeitar os parâmetros da proporcionalidade e da razoabilidade, de modo que não haja o enriquecimento indevido por parte do recebedor da quantia, e nem a oneração excessiva ao pagador do montante. A multa estipulada deve ser capaz de atuar de forma eficaz sobre todas as partes, ou seja, deve haver um equilíbrio entre a razoabilidade e a proporcionalidade. Caso não seja alcançado, estará configurada a vulnerabilidade de uma das partes envolvidas.

¹⁵³ BRASIL. Lei n. 10.406 de 2002. Institui o Código Civil. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406compilada.htm Acesso em: 04 out 2022 - Art. 408. Incorre de pleno direito o devedor na cláusula penal, desde que, culposamente, deixe de cumprir a obrigação ou se constitua em mora.

Nesse sentido, surge como exemplo a operação de M&A envolvendo a aquisição da rede social Twitter pelo empresário Elon Musk. É o que será desenvolvido nos tópicos a seguir.

4.1 CLÁUSULA BREAK-UP FEE ENQUANTO CLÁUSULA PENAL

O mecanismo da cláusula penal pode ser conceituado como um pacto acessório através do qual as partes estabelecem de forma prévia uma quantia referente a perdas e danos em caso de verificação de inexecução culposa da obrigação existente entre as partes.¹⁵⁴

Conforme disposto no Art. 409 do Código Civil, as cláusulas penais podem ser estipuladas em conjunto com a obrigação principal ou ato posterior a ela, fazendo alusão à inexecução completa da obrigação, cláusula especial ou a configuração de mora.¹⁵⁵

Nesse sentido, a partir de uma obrigação principal, as partes buscam estipular em seus contratos as cláusulas de *Break-up Fee* como forma de reduzir os riscos oriundos do descumprimento dessa obrigação, servindo como um meio de oferecimento de garantias suplementares.

Ante o exposto, destaca o autor Christiano Cassettari:

“O conceito mais completo de cláusula penal, pena convencional ou multa convencional, baseado em todos estes vistos anteriormente, é a de que se trata de uma convenção acessória inserida em negócio jurídico unilateral ou bilateral, em que o devedor da obrigação se compromete, para o caso de inexecução completa da obrigação, de inexecução de alguma cláusula especial, ou simplesmente de mora, a uma sanção de natureza econômica, que pode ser de dar, fazer ou não fazer, nos limites fixados em lei”¹⁵⁶

Dessa forma, as cláusulas penais cumprem uma função de garantir a segurança jurídica nas relações obrigacionais, uma vez que desestimulam a adoção de comportamentos que resultem no inadimplemento da obrigação. Assim, garantem o cumprimento do que foi pactuado anteriormente pelas partes.

¹⁵⁴ GOMES, Orlando. Obrigações. Atualizado por Edvaldo Brito. 16 ed. Rio de Janeiro: Forense, 2005, p. 159

¹⁵⁵ Ibidem - Art. 409. A cláusula penal estipulada conjuntamente com a obrigação, ou em ato posterior, pode referir-se à inexecução completa da obrigação, à de alguma cláusula especial ou simplesmente à mora.

¹⁵⁶ CASSETTARI, C. Multa contratual? Teoria e prática da cláusula penal. 3. ed. rev. atual. [s. l.]: Revista dos Tribunais, 2012, p. 51-52.

A partir disso, deve-se ressaltar que as cláusulas penais têm em sua natureza jurídica duas funções essenciais no âmbito da sua natureza jurídica, sendo elas: a função ressarcitória e a função coercitiva.¹⁵⁷

Com relação à função ressarcitória, ela está fundada na ideia de restituição dos danos oriundos do inadimplemento da obrigação principal. Portanto, a parte responsável por não cumprir o que fora pactuado deve cobrir os danos ocasionados pela sua violação do acordo., sendo esses danos de origem emergente ou de lucros cessantes.

Já a função coercitiva se dá no sentido de a existência da cláusula penal na relação contratual estabelecida desempenhar um caráter punitivo, de maneira que a imposição de uma multa em decorrência do inadimplemento contratual constringe as partes a cumprirem o pactuado, diminuindo, assim, o risco de eventual descumprimento. Nesse sentido, pode-se falar que as cláusulas penais surgem como um mecanismo que auxilia na aplicação dos princípios do *venire contra factum proprium* e do *pacta sunt servanda* nas relações contratuais.

À vista disso, as cláusulas penais são mecanismos oriundos da autonomia das partes nos negócios jurídicos, de maneira que decorre de uma manifestação da vontade, unilateral ou bilateral, de se resguardar frente a eventuais danos que possam surgir em razão dos riscos que envolvem o negócio.

Ainda com relação às cláusulas penais, deve-se destacar que estas podem ser classificadas a partir de duas espécies distintas, que se distinguem com base na pretensão acerca do inadimplemento da obrigação principal, sendo elas a cláusula penal moratória e a cláusula penal compensatória.

No âmbito das cláusulas penais moratórias, destaca-se que as cláusulas dessa modalidade são estipuladas com o objetivo de preservar uma cláusula específica que fora estipulada no contrato ou simplesmente para resguardar a parte em razão da mora do devedor. Na cláusula dessa modalidade, a multa estipulada será exigida em conjunto ao adimplemento da obrigação principal, de maneira que a multa passa a ter um caráter de indenização complementar, na forma estabelecida no Art. 411 do Código Civil¹⁵⁸.

¹⁵⁷ FARIAS, Cristiano Chaves de. Manual de Direito Civil – Volume Único/ Cristiano Chaves de Farias, Felipe Braga Netto, Nelson Rosenvald. – 7. E. ver, ampl.e atual. – São Paulo: Ed. Juspodivm, 2022, p. 627.

¹⁵⁸ BRASIL. Lei n. 10.406 de 2002. Institui o Código Civil. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406compilada.htm Acesso em: 04 out 2022 - Art. 411. Quando se estipular a cláusula penal para o caso de mora, ou em segurança especial de outra cláusula determinada, terá o credor o arbítrio de exigir a satisfação da pena cominada, juntamente com o desempenho da obrigação principal.

Dessa maneira, na cláusula penal moratória, o credor mantém o interesse no cumprimento da obrigação inadimplida, mesmo que em momento divergente ao que fora pactuado no instrumento contratual. Portanto, a multa estipulada desempenha a função de indenizar a parte em razão do atraso no cumprimento da obrigação.¹⁵⁹

Seguindo um viés diferente do adotado pelas cláusulas penais moratórias, as cláusulas penais compensatórias são estipuladas de modo que estabelecem a quantia que será paga a título de multa em razão de uma inexecução total do contrato estabelecido entre as partes.

Portanto, a cláusula penal compensatória se aplica nos casos em que, não havendo o cumprimento do pactuado através do instrumento contratual, será devido por uma das partes o pagamento da multa estipulada na cláusula. Assim, após o prazo devido, a parte credora perde o interesse na realização da obrigação e requer apenas o pagamento do valor determinado a título de multa. Em função disso, diz-se que a multa estipulada na cláusula penal compensatória tem um caráter de indenização substitutiva, na forma determina no Art. 410 do Código Civil.¹⁶⁰

Posto isso, com base no conceito anteriormente demonstrado¹⁶¹ acerca das cláusulas de *Break-up Fee*, no sentido de que estas representam uma previsão contratual de alocação de risco para uma das partes envolvidas na operação de M&A. A partir dela, fica determinado o pagamento de uma quantia previamente estabelecida pelas partes em caso de configuração de determinadas circunstâncias previamente estabelecidas e que tornem a conclusão da transação impossível.

Sendo assim, nota-se que a ideia central da cláusula de *Break-up Fee* se assemelha ao que é aplicado e reconhecido pelo ordenamento enquanto cláusula penal, tendo em vista que ambas as cláusulas buscam a reparação em razão da inexecução da obrigação principal ora pactuada pelas partes por meio de uma quantia predeterminada intitulada de multa.

Sob essa ótica, há de se dizer que a multa estipulada na cláusula de *Break-up Fee* desempenha as mesmas funções apresentadas na cláusula de *Break-up Fee*, sendo elas a

¹⁵⁹ FARIAS, Cristiano Chaves de. Manual de Direito Civil – Volume Único/ Cristiano Chaves de Farias, Felipe Braga Netto, Nelson Rosenvald. – 7. E. ver, ampl.e atual. – São Paulo: Ed. Juspodivm, 2022, p. 628.

¹⁶⁰ BRASIL. Lei n. 10.406 de 2002. Institui o Código Civil. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406compilada.htm Acesso em: 04 out 2022 - Art. 410. Quando se estipular a cláusula penal para o caso de total inadimplemento da obrigação, esta converter-se-á em alternativa a benefício do credor.

¹⁶¹ Tópico 3.3

função coercitiva, por buscar impedir o descumprimento do que fora pactuado pelas partes e, a função ressarcitória, uma vez que ela tem o condão de cobrir os custos suportados e os prejuízos adquiridos pela parte prejudicada em razão da impossibilidade de conclusão da operação na forma que se pretendia.

Sendo a cláusula de *Break-up Fee* uma cláusula penal, deve esta ser reconhecida como cláusula penal compensatória, uma vez que o pagamento da multa estipulada na cláusula de *Break-up Fee* apenas se dá nas hipóteses em que a operação não pode ser mais concluída como resultado pretendido, ou seja, quando a operação de incorporação ou fusão for inviabilizada de forma que não são zeradas as suas chances de conclusão na forma pactuada anteriormente.

Sendo assim, enquadra-se a cláusula de *Break-up Fee* enquanto cláusula penal compensatória pelo fato da obrigação principal, no caso, a operação de M&A, não puder mais ser cumprida, restando à parte prejudicada apenas o recebimento da multa a título de indenização pelo insucesso da operação, tendo assim, conforme já exposto, um caráter de substituição da obrigação principal pelo pagamento da multa estabelecida contratualmente pelas partes envolvidas.

Ante todo o exposto, nota-se que as cláusulas de *Break-up Fee*, apesar de não serem típicas ao ordenamento brasileiro, devem ser reconhecidas e aplicadas enquanto cláusula penal compensatória, na forma do Art. 410 do Código Civil, tendo em vista que a sua ideia central se encontra pautada na aplicação de multa pelo não cumprimento de uma obrigação que não será mais cumprida, assim como ocorre nas cláusulas penais.

4.2 APLICAÇÃO DA RAZOABILIDADE E DA PROPORCIONALIDADE COMO MECANISMO DE PROTEÇÃO

Conforme anteriormente tratado, a aplicação das multas estipuladas nas cláusulas de *Break-up Fee* não possui um valor fixo e nem um valor máximo ou mínimo a ser determinado. Todavia, pode ser identificado com o passar dos anos uma margem criada pelo mercado nas operações de M&A. Dentre elas, destacam-se as cláusulas estipuladas nos EUA, na média 6,76% do valor da operação¹⁶²; na Alemanha, que variam

¹⁶² GEVURTZ, Franklin A.; e SAUTTER, Christina M. Mergers and acquisitions law. St. Paul: West Academic, 2019., p. 57

entre 10% e 15% do valor determinado a operação¹⁶³; e no Brasil, que a aplicação da cláusula de *Break-up Fee* flutua entre as taxas de 7,4% e 8,2%.¹⁶⁴

As cláusulas de *Break-up Fee* têm a sua aplicação ligada a um mecanismo de alocação de risco que visa a proteção das partes envolvidas frente a eventuais prejuízos causados pelo insucesso da operação. Dessa forma, a sua aplicação busca coibir comportamentos que prejudiquem o alcance do resultado pretendido, assim como de proteger as partes frente a eventuais prejuízos e perdas.

Com relação aos prejuízos, é inegável que as operações de M&A têm o seu procedimento bem oneroso, de modo que seus custos podem ser divididos entre diretos e indiretos. Os custos diretos consistem, principalmente, os custos oriundos da realização da *due diligence*, os custos resultantes da contratação dos profissionais responsáveis por prestar consultoria, dentre eles contadores, advogados, analistas financeiros; e a emissão de dados sensíveis a serem transmitidos pela empresa-alvo a empresa interessada.¹⁶⁵

Já os custos indiretos estão ligados especificamente ao prazo para a conclusão da operação, que, em função dos procedimentos prévios, acaba demorando um longo período até a finalização e alcance dos resultados pretendidos. Dentre os custos indiretos, pode-se destacar as despesas oriundas da imobilização dos ativos até a data da conclusão da operação, os gastos oriundos da suspensão das atividades até a adoção das decisões administrativas, e o tempo gasto para a realização dos procedimentos necessários para o alcance dos objetivos propostos.¹⁶⁶

Além dos prejuízos acima demonstrados, que se enquadram nas esferas dos danos emergentes, há de se falar nos danos oriundos dos lucros cessantes, que consistem nos lucros que seriam auferidos a partir da operação e que foram inviabilizados em função do insucesso no alcance dos objetivos pretendidos.

A partir disso, a multa estipulada na cláusula de *Break-up Fee* deve, necessariamente, abarcar os custos que foram gerados à parte que sofreu o dano em razão da impossibilidade de conclusão da operação, assim como deve abarcar um valor referente a compensação a título de indenização pelo insucesso configurado.

¹⁶³ BERGJAN Ralf; e SCHWARZ, Philipp. Scheitern von Vertragsverhandlungen bei M&ATransaktionen: Die Breakup-Fee-Klausel im Letter of Intent. GWR, v. 4, 2013. P. 5

¹⁶⁴ Disponível em: valor.globo.com/financas/noticia/2018/03/20/adocao-de-taxa-de-insucesso-cresce-em-aquisicoes-no-brasil.ghtml. Acesso em: 16/10/2022

¹⁶⁵ BATES, Thomas; e LEMMON, Michael. Breaking up is hard to do? An analysis of termination fee provisions and merger outcomes. Journal of Financial Economics, v. 69, n. 3, 2003. p. 586/587

¹⁶⁶ WACHTEL, Jonathan. 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, v. 65, 1999. p. 587

Todavia, devem ser observados os requisitos da razoabilidade e da proporcionalidade no momento em que as partes determinam o valor atribuído como multa na cláusula de *Break-up Fee*, sob pena de não ser garantida a eficácia da cláusula.

Diante da ausência de parâmetro específico para mensurar o valor atribuído como multa na cláusula de *Break-up Fee*, a proporcionalidade surge como um meio de resguardar a parte contra a qual irá recair a obrigação de suportar os riscos que possam ocasionar na impossibilidade de alcançar o resultado pretendido na operação, tendo em vista que, por meio dela, será estabelecido um valor condizente e justo com o cenário apresentado no âmbito de uma determinada operação específica com relação ao seus custos.

Associada, a razoabilidade segue a mesma linha adotada pela proporcionalidade, de maneira que irá funcionar como um parâmetro para o cálculo da multa, na qual, a partir dela, o valor a ser pago a título de multa não deve ser exagerado e ou insignificante sob a ótica do poder financeiro das partes e do *valuation* atribuído ao negócio.

Sob essa ótica, destaca-se a operação de aquisição da rede social Twitter pelo empresário sul-africano Elon Musk, uma vez que, ao estipularem a multa referente à cláusula de *Break-up Fee*, o valor não foi proporcional e nem razoável ao negócio. Após recusa no prosseguimento da operação por parte do empresário, a rede social Twitter foi obrigada a buscar as vias judiciais para garantir a conclusão do negócio, uma vez que a presença da cláusula na operação não foi capaz de evitar as condutas adotadas pela parte interessada.

A partir disso, a multa determinada na cláusula de *Break-up Fee* deve observar os parâmetros da proporcionalidade e da razoabilidade como forma de garantir a eficácia da cláusula e, conseqüentemente, a proteção das partes envolvida na operação de M&A. É o que será a seguir exposto.

4.2.1 INCIDÊNCIA DA RAZOABILIDADE E DA PROPORCIONALIDADE SOBRE A MULTA PREVISTA DA CLÁUSULA DE BREAK-UP FEE

Conforme demonstrado, a cláusula de *Break-up Fee*, inserida no rol das cláusulas penais, desempenham uma função dupla, que consiste na intimidação ao adimplemento do que fora pactuado e o ressarcimento a título de perdas e danos caso a obrigação estabelecida no contrato não seja cumprida. Vale ressaltar que essas funções são efetivadas a partir da multa estipulada.

Nesse sentido, o autor Washington Monteiro destaca a existência dessa dupla função, sendo elas a de antecipação de eventuais perdas e dano e a de coerção, que busca induzir as partes à satisfação do que fora determinado no instrumento contratual.¹⁶⁷

No âmbito das perdas e danos, não há a necessidade de comprovação dos prejuízos, tendo em vista que a estipulação de uma cláusula penal já pressupõe a existência de um prejuízo oriundo do inadimplemento da obrigação, uma vez a quantia referente a multa já é prefixada pelas partes.

Já na esfera da função coercitiva, destaca-se que ela desempenha o papel de gera entre as partes obrigadas a necessidade da adoção de cuidados nas condutas adotadas e de esforços para cumprir exatamente o que fora acordado. Assim, fixação da multa representa um subsídio para obrigar a parte sobre a qual recai o risco de cumprir a obrigação na forma determinada.

Estipular a cláusula de *Break-up Fee* decorre de um direito das partes, fundado no princípio da autonomia das partes frente a uma relação jurídica firmada entre entes de direito privado. Dessa forma, as partes são livres para determinar os parâmetros e a forma a ser adotada pela cláusula, inclusive a multa a ser pré-fixadas, uma vez que é necessária a análise de cada caso de forma específica para que seja viável o seu cálculo.

Todavia, apesar de ser um mecanismo contratual pautado pela autonomia da vontade das partes, de forma que as partes são livres para realizar a convenção, o Código Civil, por meio do artigo 412, estabelece um limite a ser estabelecido a título de multa.¹⁶⁸ Dessa forma, a multa imposta pela cláusula penal não pode exceder o valor correspondente ao da obrigação principal.

O autor Álvaro Villaça Azevedo destaca que o mencionado artigo não pode ser afastado pelas partes, uma vez que corresponde a um interesse de ordem pública. Além disso, o autor enaltece a importância do referido artigo, pois esse se mostra fundamental ao enquadramento das cláusulas penais como obrigações acessórias, uma vez que a sua multa está condicionada ao valor determinado na obrigação principal.¹⁶⁹

Ocorre que, dentro desse limitador imposto pela legislação pátria, as partes são livres para pactuarem e determinarem o valor da multa na forma que bem entenderem.

¹⁶⁷ MONTEIRO, Washington de Barros. Curso de Direito Civil. Direito das Obrigações. 1ª parte. São Paulo: Saraiva, 2003.

¹⁶⁸ BRASIL. Lei n. 10.406 de 2002. Institui o Código Civil. Art. 412. O valor da cominação imposta na cláusula penal não pode exceder o da obrigação principal. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406compilada.htm. Acesso em: 25 out 2022

¹⁶⁹ AZEVEDO, Álvaro Villaça. Curso de direito civil: teoria geral das obrigações e responsabilidade civil. São Paulo: Saraiva, 2018. p. 211.

Entretanto, deve-se observar os critérios da proporcionalidade e da razoabilidade na multa imposta pela cláusula de *Break-up Fee* como forma de garantir a eficácia da função coercitiva e indenizatória.

Dessa forma, na esfera da função indenizatória, a multa estipulada deve ser capaz de cobrir os custos oriundos da operação que não será concluída. Conforme já demonstrado, os de uma operação de M&A podem ser divididos entre duas categorias: os diretos e os indiretos. Os custos diretos consistem nos gastos oriundos da realização da *due diligence*, os gastos com a contratação de profissionais e os procedimentos necessários para o repasse de movimentações. Já os custos indiretos estão ligados aos fatores relacionados ao tempo atribuído a operação, entre eles a paralisação das decisões relacionadas as áreas de atuação e a imobilização de ativos. Os custos dessa natureza se enquadram enquanto danos emergentes da operação de M&A.

Além disso, ainda no âmbito da função indenizatória, há de se falar nas perdas a título de lucros cessantes, que consistem nos ganhos que a parte prejudicada iria auferir após a conclusão da operação de M&A.

No âmbito da função coercitiva, a multa estipulada deve, a partir da análise dos fatores relacionados a realidade econômica e financeira das partes, assim como dos aspectos relacionados ao montante total a ser gastos na operação, ser um valor capaz de gerar uma intimidação aos envolvidos. Assim, o montante deve ser significativo para ambas as partes, de modo que faça recair sobre as mesmas o sentimento de afastar qualquer possibilidade de inadimplemento da obrigação pactuada.

A partir desses aspectos, há de se falar na utilização da proporcionalidade e razoabilidade como parâmetro para auxiliar as partes no processo de cálculo e definição do valor da multa atribuída através da cláusula de *Break-up Fee*, de modo que as suas funções serão eficazes.

Na esfera de incidência da proporcionalidade como parâmetro para o cálculo da multa estipulada na cláusula de *Break-up Fee*, deve-se destacar que por meio dela, a multa deve corresponder ao dano sofrido. Nesse sentido, o artigo 944 do Código Civil¹⁷⁰ determina que o montante a título indenizatório deve ser na medida da extensão do dano, independentemente de ser material, moral ou estético. Dessa maneira, a

¹⁷⁰ BRASIL. Lei n. 10.406 de 2002. Institui o Código Civil. A indenização mede-se pela extensão do dano. Parágrafo único. Se houver excessiva desproporção entre a gravidade da culpa e o dano, poderá o juiz reduzir, equitativamente, a indenização.

proporcionalidade determina que há a necessidade de equilíbrio entre os meios utilizados e o fim desejado, portanto, a multa deve ser equivalente ao dano configurado.

A aplicação da proporcionalidade como parâmetro de cálculo da cláusula de *Break-up Fee* tem o condão de evitar que o valor determinado tem como objetivo evitar que seja configurada a onerosidade excessiva ao causador do dano, assim como garantir que a parte lesada não seja prejudicada em função do valor da multa ser inferior ao prejuízo gerado.

Outro ponto a ser debatido na esfera da proporcionalidade consiste na necessidade de a multa determinada respeitar os aspectos econômicos e financeiros das partes, uma vez que, em caso de inadimplemento, as partes não podem ter a sua continuidade colocada em risco em função do pagamento da multa presente na cláusula de *Break-up Fee*. Assim, deve ser estabelecida uma equidade entre as partes de modo que a multa estipulada represente um dano equivalente entre as partes caso uma delas venha a inadimplir a obrigação.

Sob essa ótica, deve-se destacar, de forma complementar a proporcionalidade, a atuação da razoabilidade sobre a multa estipulada na cláusula de *Break-up Fee*, de modo que devem as partes, aos convencionarem a cláusula, utilizar o bom senso e a prudência na determinação da multa, uma vez que, dessa maneira, serão evitadas multas desproporcionais, incoerente ou prejudiciais a eficácia da cláusula.

Ante o exposto, nota-se que a incidência da proporcionalidade e da razoabilidade desempenham um papel fundamental sobre a cláusula de *Break-up Fee*, uma vez que serviram como parâmetros para o cumprimento das funções da cláusula, de forma que a sua eficácia estará garantida e, conseqüentemente, as partes estarão juridicamente seguras frente a um eventual insucesso na operação de M&A em curso.

4.2.2 MECANISMO DE PROTEÇÃO DAS PARTES E A VULNERABILIDADE NA OPERAÇÃO DE AQUISIÇÃO DO TWITTER

Em 25 de abril de 2022 foi anunciada pelas partes a operação de aquisição do Twitter Inc. pelo bilionário sul-africano Elon Musk. As partes pactuaram que o bilionário pagaria o valor de US\$ 54,20 (cinquenta e quatro dólares e vinte centavos) por ação, de maneira que o valor da operação corresponderia a US\$ 44 bilhões de dólares por 100% das quotas societárias.¹⁷¹

¹⁷¹ <https://www.uol.com.br/tilt/noticias/redacao/2022/04/25/elon-musk-compra-twitter.htm>

Seguindo a tendência adotada nas operações mais recentes, as partes decidiram estipular uma cláusula de *Break-up Fee* no contrato da operação de aquisição, de modo que buscaram, a partir da alocação de riscos específicos para ambas as partes, a proteção mútua.

A partir disso, a cláusula pactuada determinava o pagamento da quantia de US\$ 1 bilhão na hipótese da empresa alvo, Twitter Inc., aceitasse uma oferta superior realizada por um terceiro. Enquanto isso, ficou determinado que, em decorrência da vultuosa quantia oriunda de financiamentos, no montante de US\$ 25,5 bilhões, deveria o comprador, Elon Musk, pagar a multa de mesmo valor à empresa alvo caso a operação fosse inviabilizada em função de uma eventual falha nos compromissos de empréstimos a serem firmados junto aos bancos.

Conforme documento de valores mobiliários divulgado pelas partes e que demonstra o acordo firmado, assim foi pactuado na cláusula de *Break-up Fee*:

“Após a rescisão do Acordo de Fusão sob circunstâncias limitadas especificadas, o Twitter será obrigado a pagar à Controladora uma taxa de rescisão de US\$ 1,0 bilhão. Especificamente, essa taxa de rescisão é paga pelo Twitter ao Pai porque (1) o Twitter rescinde o Contrato de Fusão para permitir que o Twitter celebre um contrato definitivo para uma proposta de aquisição concorrente que constitua uma Proposta Superior; ou (2) A controladora rescindir o Acordo de Fusão porque o Conselho recomenda que os acionistas do Twitter votem contra a adoção do Acordo de Fusão ou a favor de qualquer proposta de aquisição concorrente. Essa taxa de rescisão também será paga pelo Twitter à Controladora no caso de, geralmente, (1) uma proposta de aquisição concorrente de 50% ou mais das ações ou ativos consolidados do Twitter ter sido anunciada publicamente e não retirada,

Após a rescisão do Acordo de Fusão sob outras circunstâncias limitadas especificadas, a Controladora deverá pagar ao Twitter uma taxa de rescisão de US\$ 1,0 bilhão. Especificamente, essa taxa de rescisão será paga pela Controladora ao Twitter se o Contrato de Fusão for rescindido pelo Twitter porque (1) as condições das obrigações da Controladora e do Sub de Aquisição de consumir a Incorporação forem atendidas e a Controladora não consumir a Incorporação conforme exigido de acordo com, e nas circunstâncias especificadas no Contrato de Incorporação; ou (2) violações da Controladora ou Sub de Aquisição de suas representações, garantias ou acordos de uma maneira que faria com que as condições de fechamento relacionadas não fossem atendidas. O Sr. Musk forneceu ao Twitter uma garantia limitada em favor do Twitter (a “Garantia Limitada”). A Garantia Limitada garante, entre outras coisas,

De acordo com uma carta de compromisso de capital datada de 25 de abril de 2022, e sujeito aos seus termos, o Sr. Musk se comprometeu a fornecer à Controladora, no momento da Incorporação, uma contribuição de capital de até aproximadamente US\$ 21 bilhões. De acordo com uma carta de compromisso de dívida datada de 25 de abril de 2022, e sujeita aos termos e condições nela estabelecidos, as partes do compromisso se comprometeram a fornecer ao Sub de Aquisição, no momento da Incorporação, financiamento de dívida de aproximadamente US\$ 13 bilhões. De acordo com uma carta de compromisso de empréstimo de margem datada de 25 de abril de 2022, e sujeita aos termos e condições nela estabelecidos, as partes do compromisso se

comprometeram a fornecer à X Holdings III, LLC, uma sociedade de responsabilidade limitada de Delaware de propriedade integral do Sr. Musk , na vigência da Incorporação,

O Acordo de Fusão também prevê que o Twitter, por um lado, ou Sub-mãe e Aquisição, por outro lado, podem fazer cumprir especificamente as obrigações sob o Acordo de Fusão, exceto que o Twitter só pode fazer com que o compromisso de financiamento de capital do Sr. Musk seja financiado em circunstâncias onde as condições das obrigações da Controladora e da Sub de Aquisição de consumir a Incorporação forem satisfeitas e o financiamento da dívida e do empréstimo de margem estiver financiado ou disponível. Conforme descrito acima, se as condições das obrigações da Controladora e da Sub de Aquisição de concluir a Incorporação forem atendidas e a Controladora não consumir a Incorporação conforme exigido pelo Contrato de Incorporação, inclusive porque o financiamento de capital próprio, dívida e/ou empréstimo de margem não é financiado, A controladora será obrigada a pagar ao Twitter uma taxa de rescisão de US\$ 1,0 bilhão.”¹⁷²

¹⁷² Upon termination of the Merger Agreement under specified limited circumstances, Twitter will be required to pay Parent a termination fee of \$1.0 billion. Specifically, this termination fee is payable by Twitter to Parent because (1) Twitter terminates the Merger Agreement to allow Twitter to enter into a definitive agreement for a competing acquisition proposal that constitutes a Superior Proposal; or (2) Parent terminates the Merger Agreement because the Board recommends that Twitter’s stockholders vote against the adoption of the Merger Agreement or in favor of any competing acquisition proposal. This termination fee will also be payable by Twitter to Parent in the event that, generally, (1) a competing acquisition proposal for 50% or more of the stock or consolidated assets of Twitter has been publicly announced and not withdrawn, (2) the Merger Agreement is terminated because Twitter’s stockholders fail to adopt the Merger Agreement or because Twitter materially breaches the Merger Agreement, and (3) within twelve months of such termination of the Merger Agreement, Twitter enters into a definitive agreement providing for a competing acquisition proposal for 50% or more of the stock or consolidated assets of Twitter and such acquisition is subsequently consummated.

Upon termination of the Merger Agreement under other specified limited circumstances, Parent will be required to pay Twitter a termination fee of \$1.0 billion. Specifically, this termination fee is payable by Parent to Twitter if the Merger Agreement is terminated by Twitter because (1) the conditions to Parent’s and Acquisition Sub’s obligations to consummate the Merger are satisfied and the Parent fails to consummate the Merger as required pursuant to, and in the circumstances specified in, the Merger Agreement; or (2) Parent or Acquisition Sub’s breaches of its representations, warranties or covenants in a manner that would cause the related closing conditions to not be satisfied. Mr. Musk has provided Twitter with a limited guarantee in favor of Twitter (the “Limited Guarantee”). The Limited Guarantee guarantees, among other things, the payment of the termination fee payable by Parent to Twitter, subject to the conditions set forth in the Limited Guarantee.

Pursuant to an equity commitment letter dated April 25, 2022, and subject to the terms thereof, Mr. Musk committed to provide Parent, at the effective time of the Merger, with an equity contribution of up to approximately \$21 billion. Pursuant to a debt commitment letter dated April 25, 2022, and subject to the terms and conditions set forth therein, the commitment parties party thereto committed to provide to Acquisition Sub, at the effective time of the Merger, debt financing of approximately \$13 billion.

Pursuant to a margin loan commitment letter dated April 25, 2022, and subject to the terms and conditions set forth therein, the commitment parties party thereto committed to provide to X Holdings III, LLC, a Delaware limited liability company wholly owned by Mr. Musk, at the effective time of the Merger, margin loan financing of approximately \$12.5 billion, the proceeds of which will be distributed or otherwise made available to Acquisition Sub.

The Merger Agreement also provides that Twitter, on one hand, or Parent and Acquisition Sub, on the other hand, may specifically enforce the obligations under the Merger Agreement, except that Twitter may only cause Mr. Musk’s equity financing commitment to be funded in circumstances where the conditions to Parent’s and Acquisition Sub’s obligations to consummate the Merger are satisfied and the debt and margin loan financing is funded or available. As described above, if the conditions to Parent’s and Acquisition Sub’s obligations to complete the Merger are satisfied and Parent fails to consummate the Merger as required pursuant to the Merger Agreement, including because the equity, debt and/or margin loan financing is not funded, Parent will be required to pay Twitter a termination fee of \$1.0 billion.

A partir do exposto, nota-se que as partes adotaram a cláusula de *Break-up Fee* como meio de se proteger contra eventuais prejuízos ocasionados pelo insucesso da operação. Contudo, mesmo tendo sido estipulada a cláusula, o bilionário descumpriu o acordo ora firmado e anunciou de forma pública a desistência da operação, que já se encontrava em fase de conclusão. No anúncio da desistência, o bilionário utilizou-se do argumento de que haveria uma quantidade de contas falsas e sem utilização ativa da plataforma.

Após o anúncio da desistência, o bilionário anunciou que não pagaria o valor determinado na multa e que não iria concluir a operação. A partir disso, a empresa Twitter Inc. não teve alternativas a não ser buscar a tutela judicial norte-americana para garantir a conclusão da operação.

A repercussão do caso ocasionou a desvalorização das ações das empresas em que Elon Musk é sócio¹⁷³. Além disso, ficou clara a preocupação do judiciário em adiantar o julgamento. Somente após a configuração desse cenário, o autor aceitou concluir a operação e pagar o valor anteriormente acordado.

Diante dessas circunstâncias que permeiam o caso, deve-se destacar os aspectos relacionados ao papel da cláusula de *Break-up Fee* estipulada no contrato da operação.

Como já exposto, as cláusulas de *Break-up Fee* desempenham a função de alocar os riscos que permeiam as operações para determinadas partes do negócio, de modo que buscam, a partir da estipulação de uma multa, garantir o cumprimento do negócio. A partir disso, há de se falar que a multa pré-determinada nas cláusulas de *Break-up Fee* buscam evitar que as partes envolvidas naquela relação jurídica adotem uma postura contrária a realização do negócio, assim como buscam indenizar as partes que eventualmente sofram prejuízos pelo insucesso e punir as partes que inadimplirem o que fora anteriormente pactuado.

Todavia, a totalidade da eficácia da cláusula de *Break-up Fee* somente ocorre quando o valor atribuído a título de multa se mostra razoável e proporcional a operação e a realidade financeira das partes envolvidas. Caso isso não seja observado, ambas as partes ou apenas uma delas pode se encontrar em posição vulnerável.

Disponível em:

<https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1418091/000119312522120461/d310843d8k.htm>. Acesso em: 22 out 2022

¹⁷³ Elon Musk Twitter deal back on in surprise U-turn. Disponível em: <https://www.bbc.com/news/business-63137114>. Acesso em: 28 out 2022

Conforme anteriormente demonstrado, não existe um parâmetro fixo para calcular a multa a ser imposta por meio da cláusula de *Break-up Fee*. A partir disso, os valores estipulados variam de acordo com os aspectos específicos de cada caso. Todavia, as partes adotam uma média estipulada, variando de acordo com o país de onde está sendo realizada a operação.

Nesse sentido, nota-se que o valor estipulado como multa na operação de aquisição do Twitter Inc. corresponde a um percentual de 2,27% da quantia total atribuída a operação, o que diverge da média americana atribuída, que consiste em 6,76% do valor total do negócio. Sob essa ótica, nota-se que o valor atribuído pela cláusula de *Break-up Fee* foge do padrão adotado pelo mercado norte-americano.

No cenário da operação de aquisição do Twitter Inc. pelo bilionário Elon Musk, deve-se destacar que o valor estipulado a título de multa na cláusula de *Break-up Fee* estipulada na relação jurídica se mostra irrazoável e desproporcional no âmbito do valor total da operação, assim como no âmbito do poder financeiro que ambas as partes possuem.

A partir disso, deve-se destacar que a conduta adotada pelo bilionário sul-africano, no sentido de desistir da operação de forma inesperada, decorre da ineficácia da cláusula de *Break-up Fee* estipulada, uma vez que esta não foi capaz de desempenhar o papel coercitivo no sentido de garantir a conclusão da operação na forma anteriormente pactuada.

Logo, a parte Twitter Inc. pode ser considerada vulnerável na operação, tendo em vista que o valor estipulado a título de multa não foi responsável por cumprir as funções da cláusula de *Break-up Fee* no sentido de coagir as partes ao adimplemento contratual e garantir a indenização por eventual dano. Prova da ineficácia da cláusula de *Break-up Fee* no caso em questão consiste na busca do Twitter Inc. pela via judicial para garantir o cumprimento do que fora anteriormente pactuado.

Ante o exposto, resta demonstrado que a cláusula de *Break-up Fee* somente se mostra eficaz no sentido de proteção das partes envolvidas quando a multa estipulada observa os parâmetros da razoabilidade e da proporcionalidade com relação ao poder aquisitivo das partes envolvidas e ao valor total atribuído a operação. Caso haja esse desequilíbrio na multa pactuada, pode-se constatar a vulnerabilidade de uma das partes ou de ambas, de modo que a cláusula de *Break-up Fee* perde o papel de mecanismo de proteção em função da sua ineficácia.

5. CONCLUSÃO

Com o advento da globalização e o aumento da competitividade entre os mercados financeiros, criadas a partir da adoção da ideologia liberal e do capitalismo, as operações de M&A surgem como um dos mecanismos encontrados pelas empresas para se fortalecerem e crescerem em meio a disputa existente. Além disso, a adoção desses procedimentos permite uma maior proteção frente ao assédio das empresas exteriores que pretendem entrar no mercado nacional.

A partir disso, entende-se como uma operação de M&A a compra, venda de quotas societárias ou reorganização da estrutura social das sociedades. Essas operações são processos complexos, de modo que exigem bastante tempo e uma forte análise acerca das circunstâncias que compõem todo o cenário do negócio. Dessa maneira, os procedimentos adotados não podem ser rígidos, uma vez que devem ser observadas as peculiaridades de cada parte envolvida e dos aspectos financeiros e econômicos da operação.

Diante disso, as partes utilizam-se dos instrumentos contratuais como forma de pactuarem todos os aspectos procedimentais, obrigacionais e financeiros. Assim sendo, por meio dos contratos, pautados no princípio da autonomia da vontade, as partes ficam obrigadas a agirem de modo que o resultado pretendido seja alcançado, tendo como base os princípios da boa-fé, *pacta sunt servanda* e *venire contra factum proprium*.

Dentre os aspectos definidos no âmbito contratual se encontra a alocação de risco, que, após a identificação dos riscos que permeiam a operação como um todo e colocam em risco o resultado pretendido, são alocados para uma das partes da operação. Assim, é um dever da parte sob a qual recai o risco de indenizar a parte contrária em caso de configuração do risco a ela alocado.

Nesse cenário, se inserem as cláusulas de *Break-up Fee*, inicialmente aplicadas nas operações internacionais, e que se tornou uma tendência no cenário nacional das operações de M&A. A cláusula em questão tem o condão de alocar os riscos em envolvem as operações durante as fases de conclusão e fechamento do negócio. Inicialmente, a cláusula de *Break-up Fee* era aplicada com o objetivo de alocar à empresa-alvo os riscos pelo insucesso, de modo que buscava proteger as empresas compradores contra eventuais interesses e propostas de terceiros, assim como nos casos de negativa por parte do conselho da empresa-alvo ou desistência dela.

No âmbito nacional, as cláusulas de *Break-up Fee* ganham destaque a partir da sua aplicação reversa, ou seja, sendo aplicada principalmente de modo que o risco é

alocado ao comprador e não a empresa-alvo. Sua aplicação se dá da maneira reversa em função do entendimento da hipossuficiência da empresa-alvo durante a operação, de modo que fica vulnerável frente às hipóteses de desistência do comprador e ou impossibilidade de conclusão da operação em função da negativa por um dos órgãos reguladores.

Entretanto, deve-se ressaltar que a aplicação reversa da cláusula no cenário nacional não afasta a aplicação comum da cláusula de *Break-up Fee*. Isso se dá porque as partes são livres para pactuarem do jeito que bem entenderem, sendo possível, assim, que a cláusula de *Break-up Fee* aloque riscos de modo cruzado, ou seja, tanto para os compradores quanto para a empresa-alvo.

De modo geral, as cláusulas de *Break-up Fee* consistem e mecanismo de alocação de riscos voltados para a garantia do alcance do resultado pretendido pelas partes na operação de M&A, de maneira que devem ser observados aos fatores determinados nos contratos. Essa garantia se dá a partir da determinação de um valor a título de multa, que não tem um parâmetro de cálculo pré-fixado, sendo necessária a verificação dos fatores que envolvem a operação.

Todavia, é utilizado o valor atribuído ao negócio como parâmetro para a multa determinada pela cláusula de *Break-up Fee*, sob o qual recai uma determinada porcentagem. Em média, aplica-se no Brasil o percentual de 8,2% do valor da operação para determinar o montante da multa.

No Brasil, a aplicação da cláusula de *Break-up Fee* está pautada na ideia de liberdade contratual das partes, na forma determinada nos artigos 421-A e 113 do Código Civil, a partir da redação atribuída pela Lei da Liberdade Econômica. Contudo, a sua aplicação não se encontra tipificada no Código Civil, de modo que esta deve ser enquadrada na modalidade de cláusula penal, prevista nos artigos 408 e seguintes do Código Civil.

Assim como nas cláusulas penais, as cláusulas de *Break-up Fee* estipulam um valor a título de multa a ser pago em caso de inadimplemento da obrigação anteriormente firmada. Nesse sentido, pode-se observar que ambas as multas, tanto nas cláusulas penais quanto nas cláusulas de *Break-up Fee* desempenham a função coercitiva, de modo que buscam impedir que as partes adotem comportamentos que impossibilitem o alcance do resultado pretendido, assim como a função indenizatória, uma vez que o valor a ser pago busca indenizar a parte lesada em função dos prejuízos causados pelo inadimplemento.

Logo, conforme demonstrado, as cláusulas de *Break-up Fee* desempenham as mesmas funções e tem as mesmas características das cláusulas penais. Assim, essas devem ser reconhecidas e aplicadas, à luz do direito brasileiro, como cláusulas penais no âmbito das operações de M&A.

Deve-se destacar que a sua eficácia está necessariamente vinculada a questão da incidência da proporcionalidade de razoabilidade sobre o valor da multa estipulada na cláusula. Isso se dá em decorrência da necessidade de o valor determinado a título de multa estar dentro de um parâmetro que mantenha a equidade na relação contratual.

A partir disso, o valor determinado na cláusula de *Break-up Fee* deve ser capaz de garantir a eficácia do contrato, sem que gere uma onerosidade excessiva à uma das partes ou que não esteja no patamar da capacidade financeiras e econômicas das partes. Assim, o valor não pode ser tão alto ao ponto que possa prejudicar a manutenção das atividades da empresa sobre a qual recai a obrigação ou que seja impagável, e nem pode ser um valor imaterial para uma das partes envolvidas na operação.

Em caso de não observância desses critérios, há de se falar na ineficácia da cláusula, de modo que pode surgir um cenário de vulnerabilidade em decorrência da incapacidade da cláusula de desempenhar as funções coercitivas e indenizatórias.

Nesse cenário, há de se falar em vulnerabilidade na operação de aquisição da Twitter Inc. pelo bilionário Elon Musk, tendo em vista que o valor atribuído a título de multa foi incapaz de agir coercitivamente no sentido de cumprir o que fora pactuado, de modo que o comprador desistiu da operação de forma inesperada e com justificativas rasas. A ineficácia da cláusula estipulada nessa operação resta demonstrada quando a Twitter Inc. não teve alternativa a não ser a tutela judicial para obrigar o bilionário a prosseguir com a operação, que foi concretizada posteriormente, muito em função do impacto negativo e pressão popular que recai sobre o empresário.

Ante todo o exposto, deve ser atribuída à cláusula de *Break-up Fee* a função de cláusula penal nas operações de M&A, sendo a sua utilização, seja ela comum ou reversa, um fator importante para o enriquecimento da segurança jurídica nessas esferas de operação. Entretanto, deve ser feita a ressalva de que o surgimento da segurança está necessariamente condicionado a observância dos fatores da proporcionalidade e razoabilidade para que a cláusula tenha a sua real eficácia.

REFERÊNCIAS

- Afsharipour, A. 2010. “Transforming the Allocation of Deal Risk through Reverse Termination Fees.” *Vanderbilt Law Review* 63: 1161-1240
- ALMEIDA, A. P. Manual das Sociedades Comerciais (Direito de Empresa). 17 ed. Rev. E atual. São Paulo: Saraiva, 2008. P. 68-69
- ALVIM, Agostinho. Da inexecução das obrigações e suas consequências. 5ª edição, São Paulo: Saraiva, 1980, p, 172.
- ARAÚJO, Paulo Dóron Rehder. Contract Design. Fundação Getúlio Vargas. Agosto, 2017.
- AUBERT, Jean-Luc. Le contract: droit des obligations. Paris: Dalloz,
- AZEVEDO, Álvaro Villaça. Contratos Inominados ou Atípicos e Negócio Fiduciário. Belém: Cejup, 1988. p.87
- AZEVEDO, Álvaro Villaça. Curso de direito civil: teoria geral das obrigações e responsabilidade civil. São Paulo: Saraiva, 2018. p. 211.
- BARROS, Betania T. Fusões e aquisições no Brasil. São Paulo: Atlas, 2003. p. 44
- BARROSO, Lucas Abreu. Novas fronteiras da obrigação de indenizar e da determinação da responsabilidade civil. In DELGADO, Mário Luiz; ALVES, Jones Figueirêdo (Coord). Questões controvertidas no Novo Código Civil. Série Grandes Temas de Direito Privado – Vol. 5. São Paulo: Método, 2006. P.362
- BATES, Thomas; e LEMMON, Michael. Breaking up is hard to do? An analysis of termination fee provisions and merger outcomes. *Journal of Financial Economics*, v. 69, n. 3, 2003. p. 586/587
- BENACCHIO, Marcelo. Inadimplemento das obrigações. In: In: LOTUFO, Renan e NANNI, Giovanni Ettore (Coord.). *Obrigações*. São Paulo: Atlas, 2011, p. 542-570
- BERGJAN Ralf; e SCHWARZ, Philipp. Scheitern von Vertragsverhandlungen bei M&ATransaktionen: Die Breakup-Fee-Klausel im Letter of Intent. *GWR*, v. 4, 2013. P. 5
- BRASIL, Lei nº 12.529/2011 – Disponível em:
http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2011/lei/112529.htm. Acesso em: 03 out 2022
- BRASIL. Constituição da República Federativa do Brasil de 1988. Disponível em:
http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm. Acesso em: 16 ago. 2022

BRASIL. Constituição Federal de 1988. Disponível em:
http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Constituicao/Constituicao.htm. Acesso em: 16 set 2022

BRASIL. Lei n. 10.406 de 2002. Institui o Código Civil. Disponível em:
http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406compilada.htm

BRASIL. Lei n. 10.406 de 2002. Institui o Código Civil. Disponível em:
http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406compilada.htm

BRASIL. Lei n. 12.529 de 2011. Disponível em:
http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2011/lei/112529.htm. Acesso: 01 de jun 2022

BRASIL. Lei n. 6.404 de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em:
http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16404compilada.htm Acesso em 31 mai. 2022

BRASIL. Lei n. 7.666 de 1945. Disponível em:
http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/del7666.htm. Acesso: 31 mai de 2022

CAMARGOS, Marco A.; BARBOSA, Francisco V. Fusões, aquisições e takeovers: um levantamento teórico dos motivos, hipóteses testáveis e evidências empíricas. Caderno de Pesquisas em Administração, v.10, n. 2, p. 17-38. São Paulo, 2003

CAVALIERI, Sérgio. Programa de Responsabilidade civil. 12ª ed. rev. ampl. São Paulo: Atlas, 2015, p. 372, 375-381

CHOI, Albert H.; TRIANTIS, George G. Strategic Vagueness in Contract Design: The Case of Corporate Acquisitions, p. 894

CITOLINO, Carolina B. Indenização Pelo Descumprimento da Cláusula de Declarações e Garantias no Brasil. São Paulo: Instituto de Ensino e Pesquisa. 2013, p. 58.

CLIMAN, Richard; KOENIG, Paul. Impact of “Buyer Power Ratio” on Selected M&A Deal Terms in Acquisitions of Privately Held Target Companies by Publicly Traded Buyers. Disponível em: <<https://www.srsacquiom.com/resources/impact-of-buyer-power/>>. Acesso em 31 mai 2022

COELHO, Fábio U. Curso de Direito Comercial, v.3. 12 Ed. São Paulo: Saraiva, 2002.

COSTA, Judith Martins. A Boa-fé como modelo (uma aplicação da Teoria dos Modelos, de Miguel Reale) in Revista de Cadernos do Programa de Pós Graduação em Direito PPGDir./UFRGS, 2004. p. 356/357 Disponível em:
<https://seer.ufrgs.br/index.php/ppgdir/article/view/49203/30834>. Acesso em: 01 jun 2022

COSTA, Judith Martins. A Boa-fé no Direito Privado: critérios para a sua aplicação. 2ª Edição. São Paulo: Saraiva. 2018.

COUTINHO, Sergio M. B. Fusões e Aquisições.; 5ª Ed. São Paulo: Saraiva, 2017.

CUNHA JÚNIOR, Dirley da. Curso de Direito Constitucional. 11ª Ed. Salvador: Juspodivm, 2017.

Dale Collins, Antitrust Reverse Termination Fees--2017 Q4 Update, SHEARMAN & STERLING ANTITRUST UNPACKED – ANTITRUST LAW BLOG (Jan. 10, 2018), Disponível em: <http://www.shearmanantitrust.com/?itemid=57>.

Darren S. Tucker & Kevin Yingling, Keeping the Engagement Ring: Apportioning Antitrust Risk with Reverse Breakup Fees, 22 ANTITRUST MAGAZINE 70, 70-71 (2008) Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=1306453>

DINIZ, Maria Helena. Curso de Direito Civil brasileiro. São Paulo: Saraiva, 2010, v.3.

DINIZ, Maria Helena. Curso de direito civil brasileiro. vol. 3. São Paulo: Saraiva, 2008.

DINIZ, Maria Helena. Tratado Teórico e Prático dos Contratos. Vol 1. São Paulo: Saraiva, 1993. p. 39

Disponível em: <https://cdn.cade.gov.br/Portal/centrais-de-conteudo/publicacoes/guias-do-cade/gun-jumping-versao-final.pdf>. Acesso em: 03 out 2022

Elon Musk Twitter deal back on in surprise U-turn. Disponível em: <https://www.bbc.com/news/business-63137114>.

FABRETTI, L. C. Fusões, aquisições, participações e outros instrumentos de gestão de negócios: tratamento jurídico, tributário e contábil. São Paulo: Atlas, 2005.

FACHIN, Luiz Edson. Teoria Crítica do Direito Civil. Rio de Janeiro: Renovar, 2000.

FARIAS, Cristiano Chaves de. Manual de Direito Civil – Volume Único/ Cristiano Chaves de Farias, Felipe Braga Netto, Nelson Rosendal. – 7. E. ver, ampl.e atual. – São Paulo: Ed. Juspodivm, 2022, p. 627.

FILHO, Willis Santiago Guerra. A Filosofia do Direito – Aplicada ao Direito Processual e à Teoria da Constituição. 2. Ed, São Paulo: Atlas, 2002.

Fusões e Aquisições 2021. Disponível em: <https://home.kpmg/br/pt/home/insights/2022/03/volume-fusoes-aquisicoes-alcancou-recorde-2021.html>. Acesso em: 04 ago 2022

GAGLIANO, Pablo Stolze, PAMPLONA, Rodolfo. Novo Curso de Direito Civil – Contratos. 4ª ed. São Paulo: Saraiva, 2021

GEVURTZ, Franklin A.; e SAUTTER, Christina M. Mergers and acquisitions law. St. Paul: West Academic, 2019., p. 57

GEVURTZ, Franklin A.; e SAUTTER, Christina M. Mergers and acquisitions law. St. Paul: West Academic, 2019

GOMES, Orlando. Contratos. Rio de Janeiro: Forense, 2007.

GOMES, Orlando. Obrigações. Atualizado por Edvaldo Brito. 16 ed. Rio de Janeiro: Forense, 2005, p. 159

GONÇALVES, Carlos Roberto. Direito Civil Brasileiro, volume 4: Responsabilidade Civil. 8. ed. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 19

GRAVA, J. William. “Fusões e aquisições: motivadores econômicos e estratégicos”.

GUEDES, Gisela Sampaio Cruz. Lucros cessantes: do bom-senso ao postulado normativo da razoabilidade. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011, p. 73-74.

GUEDES, Gisela Sampaio Cruz. Lucros cessantes: do bom-senso ao postulado normativo da razoabilidade. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011, p. 78

GUINOMET, Pascal. Break Fee-Vereinbarungen. Berlin: Duncker & Humblot, 2003. p. 30

GUINOMET, Pascal. Break Fee-Vereinbarungen. Berlin: Duncker & Humblot, 2003. p. 30

<https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1418091/000119312522120461/d310843d8k.htm>.

<https://www.uol.com.br/tilt/noticias/redacao/2022/04/25/elon-musk-compra-twitter.htm>

J. Manoel de Arruda Alvim Netto, A Função Social dos Contratos no Novo Código Civil, publicado na RT, v. 815, e na Revista Forense, n. 371

KERN, Carolina. Um estudo sobre as armadilhas no processo decisório em fusões e aquisições. Rio de Janeiro: FGV, 2015

LOPES, Miguel Maria de Serpa. Curso de Direito Civil. Vol II, 6ª. ed. Rio de Janeiro: Livraria Freitas e Bastos

Luis Diez-Picazo e Antonio Gullón, apud Joelma Ticianelli, Limites Objetivos e Subjetivos do Negócio Jurídico na Constituição Federal de 1988, in Direito Civil Constitucional - Caderno 1, org. por Renan Lotufo, São Paulo: Max Limonad, 1999, p. 41. Ver também o nosso volume I, Parte Geral, cap. X.

LUZIO, Eduardo. Fusões e Aquisições em Ato: Guia prático: geração e destruição de valor em M&A. São Paulo: Cengage Learning Editores, 4ª Edição, 2014.

MACHADO, João Baptista; CASTANHEIRA NEVES, Antônio. Tutela da confiança e “venire contra factum proprium”. Coimbra, In: Revista de legislação e de jurisprudência, Coimbra Editora, nº 3718-3729, 1985.

MAGGI, Bruno Oliveira. Nova Proposta de classificação do Dano no Direito Civil.

Maria Luiza Filgueiras, Taxas de separação começam a surgir no mercado de M&A do Brasil, Valor, março 20, 2018. Disponível em:

<http://www.valor.com.br/international/news/5395141/breakup-feesstartemerging-brazils-ma-market>

MARTINS-COSTA, Judith. Como harmonizar os modelos jurídicos abertos com a segurança jurídica dos contratos? (Notas para uma palestra). In: Revista Brasileira de Direito Civil – RBDCivil, vol. 5 (julho a setembro de 2015). São Paulo: Editora Fórum, 2015, p. 73.

MEIER, Oliver; SCHIER, Guillaume. Fusions acquisitions: stratégie, finance, management; 4 éd., Dunod, 2012.

MENEZES CORDEIRO, Antônio Manuel da Rocha e. Da boa-fé no direito civil. Coimbra: Almedina, 2001.

MIRAGEM, Bruno, Curso de direito do consumidor. 3ª ed. São Paulo: RT, 2012. p. 186

MIRANDA, Andréa Paula Matos Rodrigues de. A Boa-Fé Objetiva nas Relações de Consumo. Dissertação apresentada no curso de Mestrado em Direito da UFBA – Universidade Federal da Bahia, 2003

MONTEIRO FILHO, Carlos Edson do Rêgo. Art. 944 do Código Civil: o Problema da Mitigação do princípio da Reparação Integral.

MONTEIRO, Washington de Barros. Curso de Direito Civil. Direito das Obrigações. 1ª parte. São Paulo: Saraiva, 2003

MORAES, Maria Celina Bodin de. Danos à pessoa humana: uma leitura civil-constitucional dos danos morais. Rio de Janeiro: Renovar, 2003, p. 179

MORAES, Maria Celina Bodin de. Na medida da Pessoa Humana. Rio de Janeiro: Renovar, 2010.

NALIN, Paulo Roberto. Ética e Boa-fé no Adimplemento Contratual, in Repensando os Fundamentos do Direito Civil Brasileiro contemporâneo, coord. Luiz Edson Fachin, Rio de Janeiro: Renovar, 1998, p. 198

NANNI, Giovanni Ettore. A Fixação do Dano na Jurisprudência Arbitral. Revista Brasileira de Arbitragem, Comitê Brasileiro de Arbitragem CBAr & IOB, volume IX, nº 36, 2012, pp. 7 – 26. Acesso online pelo Kluwer Arbitration.

O que é a CVM?. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/ptbr/acesso-a-informacao-cvm/servidores/estagio/2materia-cvmeomercadodecapitais> Acesso em: 28 out 2022.

PAIS DE VASCONCELOS, Pedro. Contratos Atípicos, Coimbra: Almedina, 1995.

PENTEADO, Luciano de Camargo. Figuras parceladas da boa-fé objetiva e venire contra factum proprium in Revista de Direito Privado. Nº 27. Jul./Set. 2006. p. 47-48 Disponível em: http://www.cantareira.br/thesis2/ed_8/3_luciano.pdf. Acesso em: 01 jun 2022.

PODESTÁ, Fábio Henrique. Direito das Obrigações. Teoria Geral e Responsabilidade Civil. 3ª. Ed. São Paulo: Atlas, 2002.

PONTES, Evandro F. Representations & Warranties no Direito Brasileiro. 1 ed. São Paulo: Almedina, 2014.

PORTER, Michael E. Competitive advantage: creating and sustaining superior performance. New York: Simon & Schuster, Inc., 1985

REED, Stanley F.; LAJOUX, Alexandra; NESVOLD, H. Peter. The Art of M&A: a Merger, Acquisition, Buyout Guide. 4 Ed. Nova York: McGraw-Hill, 2007.

REIS, Clayton. Os Rumos da indenização do dano moral. Rio de Janeiro: Forense, 2002.

Resolução nº 2 do CADE. Disponível em:
<https://www legisweb.com.br/legislacao/?id=241834>. Acesso: 01 jun 2022

RJTJRS 152/605

ROPPO, Enzo. O contrato. Almedina, 2009.

ROSEVALD, Nelson; FARIAS, Cristiano Chaves de. Direito dos Contratos. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2001.

SCHREIBER, Anderson. A proibição de comportamento contraditório: tutela de confiança e venire contra factum proprium. Rio de Janeiro: Renovar, 2005.

SCOTT, Robert E.; TRIANTIS, George G Anticipating Litigation in Contract Design. The Yale Law Journal, v. 115, p. 814-879, 2006.

SCOTT, Robert E.; TRIANTIS, George G. Incomplete Contracts and the Theory of Contract Design, p. 02.

SCOTT, Robert E.; TRIANTIS, George G. Principles of Contract Design. Yale Law Journal, v. 115, 2006, p. 08

SILVA, Regina Beatriz Tavares da. Critérios de fixação da indenização do dano moral. P. 262

SOARES, Flaviana Rampazzo. Responsabilidade Civil por Dano Existencial. Porto Alegre: livraria do Advogado, 2009.

STJ, Resp 272.739/MG (2000/0082405-4), DJ, 2-4-2001, p. 299, JBCC, 200/126, RSTJ, 150/398, rel. Min. Ruy Rosado de Aguiar, j. 1.º-3-2001, 4ª turma.

STJ, Resp 330.261/SC (2001/0080819-0), DJ, 8-4-2002, p. 212, JBCC, 200/116, RSTJ, 154/350, rel. Min. Nancy Andrighi, j. 6-12-2001, 3ª turma

STJ, REsp 356.821/RJ (2001/0132110-4), DJ, 5-8-2002, p. 334, RSTJ, 159/366, rel. Min. Nancy Andrighi, j. 23-4-2002, 3. Turma.

TANURE, Betania. Fusões, Aquisições e Parcerias. São Paulo: Atlas: 2011

TIMM, Luciano Benetti; HILLBRECHT, Ronald O. Uma Introdução à Teoria dos Jogos. In: Direito e Economia no Brasil, p.115.

TJRS, Ap. Cív. 70002976298, rel. Des. Clarindo Favretto, j. 13-12-2001, 5ª Câmara Cível

TJRS, Ap. Civ. 70006912810, rel. Des. Rubem Duarte, j. 9-6-2004, 20.ª Câmara Cível.

TJRS, Ap. Civ. 70008063398, rel. Des. Jorge André Pereira Gailhard, j. 28-4-2004, 11. Câmara Cível.

TOMAZETTE, Marlon. Curso de Direito Empresarial, v. 1. 8 Ed. São Paulo: Atlas, 2014.

valor.globo.com/financas/noticia/2018/03/20/adocao-de-taxa-de-insucesso-cresce-em-aquisicoes-no-brasil.ghtml.

VARIZAT, Andrés F. Daño futuro y principios de La reparacion integral: sus proyecciones prácticas em um reciente fallo Del Tribuna Superior de Justicia de Córdoba. Fonte: Apc 2010 6 638

VENOSA, Sílvio de Salvo. Direito Civil – Responsabilidade Civil. 5ª. Ed. São Paulo: Atlas, 2005

VON ADAMEK, Marcelo Vieira - 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. 1/2022 | Jun / 2022 – Disponível em:

<https://www.thomsonreuters.com.br/content/dam/ewp-m/documents/brazil/pt/pdf/other/leia-o-artigo-marcelo-vieira-von-adamek-rev-m-a.pdf>

WACHTEL, Jonathan. 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, v. 65, 1999. p. 587

WÄCHTER, Gerhard H. M&A Litigation: M&A-Recht im Streit. 2. ed. Köln: RWS, 2014.

WALD, Arnaldo, Direito Civil – Direito das Obrigações e Teoria Geral dos Contratos, 22 ed, São Paulo: Saraiva, v.2.