



**FACULDADE BAIANA DE DIREITO**  
**CURSO DE GRADUAÇÃO EM DIREITO**

**JÚLIA CRESPO ALMEIDA**

**AS CLÁUSULAS DE *SANDBAGGING* NO DIREITO  
EMPRESARIAL BRASILEIRO**

Salvador  
2021

**JÚLIA CRESPO ALMEIDA**

**AS CLÁUSULAS DE *SANDBAGGING* NO DIREITO  
EMPRESARIAL BRASILEIRO**

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

Orientador: Prof. Gabriel Seijo Leal de Figueiredo.

Salvador  
2021

## TERMO DE APROVAÇÃO

**JÚLIA CRESPO ALMEIDA**

### **AS CLÁUSULAS DE *SANDBAGGING* NO DIREITO EMPRESARIAL BRASILEIRO**

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

Nome: \_\_\_\_\_

Titulação e instituição: \_\_\_\_\_

Nome: \_\_\_\_\_

Titulação e instituição: \_\_\_\_\_

Nome: \_\_\_\_\_

Titulação e instituição: \_\_\_\_\_

Salvador, \_\_\_\_ / \_\_\_\_ / 2021.

## AGRADECIMENTOS

Agradeço, inicialmente, a Deus por sempre me proteger e guiar os meus passos.

Agradeço aos meus pais, Myriam e Caio, por nunca medirem esforços para minha educação e por todo apoio e suporte incondicional, a eles devo tudo. A minha irmã, Mariana, agradeço pelos conselhos e pelo carinho de sempre.

Agradeço aos meus professores, pelo aprendizado ministrado durante todos esses anos, em especial ao Professor Gabriel Seijo, um exemplo de profissional e de pessoa excepcional, sou grata por todos os ensinamentos e suporte para a elaboração deste trabalho, bem como pela alegria e cortesia de sempre.

Agradeço a Bruno Iankowski, meu amigo e, ao mesmo tempo, um grande professor. Obrigada pelos ensinamentos, boa vontade e motivação. Agradeço também a Daniela Bomfim, pelo tanto que me ensina, não só no campo profissional, mas também através da sua bondade, leveza e determinação. Dani é uma grande inspiração.

Agradeço também aos meus grandes amigos, Roberta, Priscila, Beatriz, Esguio e Victor, colegas de profissão que conquistei durante a minha jornada acadêmica e que, certamente, levarei para toda a vida. Obrigada pelos conselhos, desabafos, torcidas e momentos especiais.

Agradeço a Antônio Fernando, por toda compreensão, carinho e por sempre me incentivar a correr atrás dos meus sonhos, sempre de uma forma leve e divertida.

Por fim, agradeço a minha avó Nininha, um exemplo de mulher trabalhadora e amorosa, por ser fonte de muito amor e por sempre cuidar de mim.

## RESUMO

O presente trabalho é dedicado a analisar a aplicabilidade das cláusulas *Pro-Sandbagging*, modelo contratual advindo da *Common Law*, no direito empresarial brasileiro. A mencionada cláusula garante que os remédios contratuais do comprador não serão afetados ou diminuídos mesmo que este já soubesse que uma dada garantia expressa feita pelo vendedor era falsa antes do fechamento. Com efeito, a mencionada cláusula é amplamente utilizada nos países da *Common Law*, principalmente no direito norte-americano, no qual a validade da cláusula não se questiona. Todavia, quando o contrato for silente, discute-se qual será a abordagem aplicada em cada Estado, podendo ser adotada um posicionamento *Pro* ou *Anti-Sandbagging*. No Brasil, mesmo diante de contratos que estipulem expressamente a mencionada cláusula, esta pode vir a ser rejeitada pelo julgador sob o fundamento de violação à boa-fé objetiva. Diante da manifesta insegurança jurídica que reside sobre este modelo contratual, o objeto desse estudo será dedicado a examinar os planos da validade e eficácia da referida cláusula, defendendo a sua licitude dentro do ordenamento jurídico brasileiro. Em um primeiro momento será feita uma análise dos princípios contratuais que incidem sobre os negócios jurídicos empresariais do *Civil Law*, principalmente do direito brasileiro, a fim de aferir a sua compatibilidade com a cláusula *Pro-Sandbagging* e com os princípios e regras da *Common Law*. Em seguida, será abordada as peculiaridades dos contratos empresariais, caracterizando-os como contratos de lucro e definindo as cláusulas de declarações e garantias e de indenização, essas que se relacionam de forma direta com a *Sandbagging*. Por fim, será analisado o próprio conteúdo da cláusula, sua definição, classificação, argumentos favoráveis ao uso e seus problemas jurídicos nos países da *Common Law* e em seguida a receptividade desse modelo contratual no direito empresarial brasileiro, momento em que discutiremos a aplicação da cláusula sob a ótica da violação ao dever de informação decorrente da boa-fé, dolo por omissão, *venire contra factum proprium* e renúncia tácita. Pode-se concluir que a cláusula *Pro-Sandbagging* não passa de mais um instrumento de alocação de riscos, sendo lícita e eficaz no direito brasileiro. Cumpre ao julgador preservar a alocação de riscos pactuada pelas partes através do autorregramento da vontade.

**Palavras-chave:** Cláusula *Pro-Sandbagging*; Remédios Contratuais; Boa-Fé Objetiva; Autorregramento da vontade; Cláusula de Declarações e Garantias.

## LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

|      |   |
|------|---|
| art. | Artigo                                      |
| CADE | Conselho Administrativo de Defesa Econômica |
| CC   | Código Civil                                |
| CCI  | Câmara de Comércio Internacional            |
| Des  | Desembargador                               |
| EUA  | Estados Unidos da América                   |
| M&A  | Mergers and Acquisitions                    |
| Rel. | Relator                                     |
| SPA  | Share Purchase Agreement                    |
| TRC  | Tribunal da Relação de Coimbra              |
| UCC  | Uniform Commercial Code                     |
| v.   | Versus                                      |
| VS   | Versus                                      |

## SUMÁRIO

|  |    |
|--|----|
| <b>1 INTRODUÇÃO</b> .....  | 09 |
| <b>2 OS PRINCÍPIOS CONTRATUAIS DO <i>CIVIL LAW</i> E A COMPARAÇÃO COM O SISTEMA DA <i>COMMON LAW</i></b> ..... | 13 |
| 2.1 PRINCÍPIO DA AUTONOMIA PRIVADA.....  | 14 |
| 2.2 INTANGIBILIDADE DOS CONTRATOS E FORÇA OBRIGATÓRIA.....   | 21 |
| 2.3 PRINCÍPIO DA BOA-FÉ OBJETIVA.....  | 26 |
| 2.4 FUNÇÃO SOCIAL DO CONTRATO E RELATIVIDADE DOS EFEITOS.....  | 33 |
| 2.5 A INFLUÊNCIA DA <i>COMMON LAW</i> NOS CONTRATOS DE M&A BRASILEIROS.....                                    | 36 |
| <b>3 CONTRATO E ALOCAÇÃO DE RISCO</b> .....  | 40 |
| 3.1 CONTRATOS EXISTENCIAIS VS. CONTRATOS DE LUCRO.....   | 40 |
| 3.2 CONTRATO COMO INSTRUMENTO DE ALOCAÇÃO DE RISCOS.....   | 42 |
| 3.3 <i>DUE DILIGENCE</i> .....   | 44 |
| 3.4 CLÁUSULAS DE DECLARAÇÕES E GARANTIAS.....  | 47 |
| 3.5 CLÁUSULA DE INDENIZAÇÃO.....   | 52 |
| <b>4 CLÁUSULA DE <i>SANDBAGGING</i></b> .....  | 54 |
| 4.1 CLASSIFICAÇÃO.....   | 57 |
| <b>4.1.1 Cláusulas <i>Pro-Sandbagging</i></b> .....  | 57 |
| 4.1.1.1 Argumentos favoráveis ao uso da cláusula <i>pro-sandbagging</i> .....                                  | 59 |
| <b>4.1.2 Cláusulas <i>Anti-Sandbagging</i></b> .....   | 63 |
| 4.1.2.1 Argumentos favoráveis ao uso da cláusula <i>anti-sandbagging</i> .....                                 | 65 |
| 4.2 <i>RELIANCE</i> COMO REQUISITO PARA A RESPONSABILIZAÇÃO DO VENDEDOR.....                                   | 65 |
| 4.3 A APLICAÇÃO DA <i>SANDBAGGING</i> NO DIREITO EMPRESARIAL BRASILEIRO.....                                   | 72 |
| <b>4.3.1 A cláusula <i>pro-sandbagging</i> nos planos da validade e eficácia</b> .....                         | 75 |
| 4.3.1.1 Deveres informativos do comprador.....   | 76 |
| 4.3.1.2 Dolo por omissão.....  | 81 |
| 4.3.1.3 <i>Venire Contra Factum Proprium</i> .....   | 85 |

|  |           |
|--|-----------|
| 4.3.1.4 Renúncia tácita.....                       | 87        |
| <b>4.3.2 Regime legal em caso de silêncio.....</b> | <b>89</b> |
| <b>5 CONCLUSÃO.....</b>                            | <b>92</b> |
| <b>REFERÊNCIAS.....</b>                            | <b>96</b> |

## 1 INTRODUÇÃO

No contexto dos negócios jurídicos empresariais, com destaque para as operações de alienação de participação societária, a celebração do contrato é, via de regra, precedida de uma extensa fase de negociações, na qual as partes contratantes buscam conhecer os riscos operacionais do negócio para que encontrem um ponto de equilíbrio entre os seus interesses – manifestamente contrapostos – que dê ensejo na formação de um regulamento contratual autossuficiente.

Na alienação de participação societária não existe, a princípio, para o vendedor e comprador o dever de prestar informações. Apenas o específico contexto da relação contratual em causa e a ponderação dos interesses em jogo poderão balizar os limites da prestação de um dever de informar. Diante dessa modalidade contratual até mesmo a reserva de informações como trunfo comercial ou como facilitador de negociações é observada. Assim os deveres informativos apenas surgem a partir da configuração de assimetrias informacionais.

A assimetria informacional é configurada quando uma das partes, geralmente, o vendedor, em razão da posição que ocupa, dispõe de informações privativas que são relevantes para o estabelecimento das premissas do negócio. A partir disso são diversos os mecanismos que os contratantes podem adotar para mitigar essa assimetria de informações e alocar os riscos da operação, como a realização de *due diligence*, a pactuação de cláusulas de declarações e garantias, *disclosure schedules*, dentre outros.

Sucedo que, neste trabalho específico, discutiremos o que está fora do campo do que “normalmente acontece”, discutiremos situações atípicas em que a assimetria informacional se relaciona com a situação jurídica em que o comprador tem mais informações que o próprio vendedor do bem alienado.

As cláusulas de *sandbagging* ou cláusulas de irrelevância do conhecimento prévio, no âmbito dos contratos de alienação de participação societária, regulam a seguinte situação jurídica:

Em uma compra e venda entre A e B, o vendedor B presta cláusula de declarações e garantias afirmando que os documentos divulgados acerca das demonstrações financeiras da sociedade-alvo são precisos, corretos e verdadeiros e assim se manterão após o fechamento do negócio. Acrescentou uma cláusula de indenização prevendo que qualquer falsidade ou violação das declarações e garantias prestadas serão indenizáveis pelo vendedor.

Em seguida, o comprador A descobre, através dos documentos fornecidos pelo próprio vendedor B que as demonstrações financeiras da sociedade-alvo são inconsistentes e que as declarações feitas pelo vendedor são manifestamente falsas. Diante dessa situação, a parte compradora propõe a inclusão de uma cláusula de *sandbagging* no instrumento contratual, cláusula essa que dispõe em sua redação que qualquer conhecimento prévio adquirido pelo comprador não terá quaisquer efeitos sobre as declarações e garantias prestadas, bem como que o direito à indenização não será afetado ou diminuído por qualquer fato conhecido durante a auditoria prévia. Assim, o comprador se mantém silente sobre o fato descoberto e as partes concluem o negócio. Após o fechamento, o comprador A relata o fato que resulta na falsidade da garantia e exige os remédios contratuais estipulados contra o vendedor B.

Diante desse contexto fático, questiona-se: a cláusula de *sandbagging* pode ser considerada válida à luz do ordenamento jurídico brasileiro? A mencionada cláusula contraria o princípio da boa-fé objetiva? Existe por parte do comprador um dever de informação perante o vendedor? Podem as partes, a partir do contrato, criar o seu próprio sistema de responsabilização e, assim, afastarem por completo as disciplinas do Código Civil?

As respostas para essas perguntas são manifestamente controversas, de forma que não será possível apontar para uma única verdade inquestionável. Nada obstante, a análise jurídica que será feita neste estudo leva-se a conclusão de que a cláusula de *sandbagging* ou *pro-sandbagging* é um modelo jurídico válido e aplicado no direito brasileiro.

No âmbito dos negócios jurídicos empresariais é comum a adoção de modelos contratuais advindos da prática internacional, de modo que a *sandbagging* é apenas mais um instrumento transplantado do sistema da *common law*. A problemática existente nesse influxo surge a partir do momento em que esses modelos são inseridos no mundo jurídico sem preceder de uma análise comparativa, o que por conseguinte refletem em estruturas e pressupostos que não são compatíveis ou, ao menos, não totalmente com as normas jurídicas nacionais.

Em outras palavras, embora seja possível o uso de instrumentos internacionais e, inclusive, recomendáveis para a evolução do direito empresarial brasileiro; fato é que surge na prática instrumentos de alocações de riscos cuja segurança jurídica não se verifica, isso porque o *standard* oriundo da *common law* será interpretado sob a ótica do direito brasileiro e, possivelmente, aplicado de modo diverso daquele previsto e querido pelas partes.

Assim, será papel desse trabalho monográfico, em um primeiro momento, analisar a incidência dos princípios contratuais do *civil law*, especialmente do direito brasileiro, nas relações

empresariais em si e a sua compatibilidade com as regras e princípios da *common law*. O objetivo dessa análise inicial será identificar o direito entorno das cláusulas de *sandbagging*. Quais os princípios que incidem nas relações da *common law*, quais os princípios que incidem na *civil law*, mormente no direito brasileiro, e qual a compatibilidade entre eles.

Em um segundo momento, ultrapassada a análise dos princípios contratuais que incidem sob os contratos de alienação de participação societária, será analisada as características principais dessa espécie contratual e as demais cláusulas que se relacionam diretamente com as cláusulas de *sandbagging*. A importância dessa etapa do trabalho consiste em interpretar de forma sistemática todos os aspectos do contrato em que é destinada a cláusula de *sandbagging*. Apenas a partir dessa análise é que será possível chegar a uma conclusão sobre a sua aplicação. Neste contexto, se faz imprescindível o estudo acerca das cláusulas de declarações e garantias e da cláusula de indenização, além da fase negocial da operação.

Feitas as análises ditas preliminares, muito embora sejam imprescindíveis para a compreensão do trabalho científico, adentra-se ao capítulo principal do trabalho. Embora seja um único capítulo cumpre dividi-lo em dois momentos diferentes.

Em um primeiro momento será analisado o conceito jurídico, a classificação e a forma das cláusulas de *sandbagging*, além dos argumentos que são utilizados nos países da *common law* em seu favor e as principais discussões jurídicas existentes acerca do tema no sistema originário. Essas disposições são importantes para que seja compreendida a funcionalidade da cláusula de *sandbagging* como um instrumento de alocação de risco ou como forma de ajuste de preço do contrato, a depender do caso concreto, bem como quais são os incentivos contratuais que levam as partes a adotá-las.

Em um segundo momento e pode-se dizer que o mais relevante será a análise da mencionada cláusula sob a jurisdição brasileira. Nesse ponto específico passaremos pelo plano da validade e eficácia do instrumento, analisando situações específicas em que a cláusula pode vir a ser considerada inválida, o que dependerá da análise de cada caso concreto. A divisão desse capítulo em: deveres informativos do comprador, dolo por omissão, *venire contra factum proprium* e renúncia tácita foram as hipóteses destacadas por Caio Raphael Marotti de Oliveira em sua dissertação de mestrado<sup>1</sup>, em que, na sua opinião, são os possíveis argumentos utilizados para fundamentar uma suposta ilicitude decorrente da pactuação de uma cláusula *pro-*

---

<sup>1</sup> OLIVEIRA, Caio Raphael Marotti de. **A Cláusula Pro-Sandbagging (Conhecimento Prévio) em Contratos de Alienação de Participação Acionária**. 2020. Dissertação (Mestrado em direito) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo (USP), São Paulo. Orientador: Prof. Dra. Juliana Krueger Pela.

*sandbagging*. Por fim, analisaremos qual é o regime legal aplicado no direito brasileiro quando o contrato for omissivo.

Portanto, o presente trabalho está dividido em cinco capítulos, contando com a presente introdução, sendo três principais capítulos de desenvolvimento e, ao final, um destinado a conclusão.

Quanto aos recursos metodológicos utilizados, o presente trabalho foi construído fundamentalmente por meio de pesquisas bibliográficas a partir de materiais já publicados, tendo como base livros, artigos científicos, revistas jurídicas, periódicos, teses, dissertações e monografias, aliada ao estudo de casos concretos, mormente no âmbito do direito norte-americano, considerando a escassez de jurisprudências nacionais a respeito do tema, principalmente em razão da submissão dessas controvérsias à jurisdições arbitrais, cuja publicidade não se verifica. Além disso, irá também ter como base a legislação brasileira, em especial o Código Civil e as alterações promovidas pela Lei n. 13.874/19 (Lei de Liberdade Econômica).

Com efeito, a importância teórica desta pesquisa para o Direito é contribuir para dirimir as inseguranças jurídicas que reside sobre o modelo contratual da *sandbagging*, cuja controvérsia reflete na dialética tensão entre o princípio da autonomia privada e o princípio da boa-fé objetiva. Além disso, o presente trabalho pretende demonstrar a existência de compatibilidade do instituto jurídico com as normas brasileiras, principalmente após as alterações feitas pela Lei de Liberdade Econômica, contribuindo para o influxo de modelos contratuais importados no campo dos negócios jurídicos empresariais brasileiros por meio do autorregramento da vontade das partes.

## 2 OS PRINCÍPIOS CONTRATUAIS DO *CIVIL LAW* E A COMPARAÇÃO COM O SISTEMA DA *COMMON LAW*

O presente trabalho científico visa estudar a aplicabilidade da cláusula de *sandbagging* ou cláusula de irrelevância da ciência prévia, advinda dos países da *common law* (com destaque para os Estados Unidos e a Inglaterra), nos contratos empresariais brasileiros. Para isso é preciso compreender o contexto em que essa cláusula é inserida na *common law* e a sua compatibilidade com os princípios contratuais do *civil law*.

As cláusulas de *sandbagging* são aplicadas no âmbito dos contratos de alienação de participação societária, os chamados contratos de M&A, e interpretadas juntamente com as cláusulas de declarações e garantias. Essa modalidade contratual se destaca pela sua complexidade e pela ausência de regime legal específico, ou seja, não há no Código Civil Brasileiro normas jurídicas que tratem especificamente desse tipo de contrato, razão pela qual suas principais características são a atipicidade e a informalidade.

É justamente por essa razão que surge a necessidade de olhar para outros sistemas jurídicos que já utilizavam dessa modalidade contratual há mais tempo, como, por exemplo, o Direito norte-americano, que apresenta vasto conteúdo acerca da prática jurídica dos contratos de M&A.<sup>2</sup> Assim, a partir do Direito Comparado e da adoção de modelos jurídicos provindos da praxe internacional, é garantida, da melhor forma possível, a execução desses contratos no Brasil.

Dentre as características dos contratos oriundos da *common law*, estão: (i) a objetividade com que as cortes estatais analisam as declarações de vontade prestadas pelas partes (*objective approach*);<sup>3</sup> e (ii) a inexistência de uma cláusula geral de boa-fé que cria deveres de agir para os contratantes desde a fase de negociações até o período pós-contratual,<sup>4</sup> como, por exemplo, os deveres anexos de informação e lealdade presentes nas relações contratuais do *civil law* e que derivam da função integrativa da boa-fé objetiva.

---

<sup>2</sup> TIMM, Luciano Benetti. Common Law e Contract Law: uma introdução ao direito contratual norte americano. *Revista do Instituto do Direito brasileiro (RIDB)*, vol. 1, 2012, n.º 1, p. 529. Disponível em: [http://www.cidp.pt/revistas/ridb/2012/01/2012\\_01\\_0525\\_0572.pdf](http://www.cidp.pt/revistas/ridb/2012/01/2012_01_0525_0572.pdf). Acesso em 22 de maio de 2021.

<sup>3</sup> VOGENAUER, Stefan. Interpretation of Contracts. In: Jürgen Basedow, Klaus J. Hopt, Reinhard Zimmermann, Andreas Stier (eds.). *The Max Planck Encyclopedia of European Private Law*. Vol. 1. Oxford University Press, Croydon, 2012, p. 974.

<sup>4</sup> CHITTY, Joseph Junior. *Chitty on contracts*. Vol 1: general principles. 32ª ed. Londres: Thomson Reuter, 2015, p. 35-38.

Essas questões previamente levantadas, por si só já demonstram diferenças significativas entre os sistemas de *common law* e *civil law* para fins da aplicabilidade da cláusula de *sandbagging*. Isso porque nos Estados Unidos e na Inglaterra não se discute, para fins de invalidação da cláusula, a existência de ato que se configure como uma violação à boa-fé, assim como, via de regra, não existe um dever anexo de informar por parte dos contratantes.

É por essa razão que neste primeiro capítulo será discutido se a cláusula de *sandbagging*, considerando o direito entorno dos contratos da *common law*, adequa-se aos princípios contratuais do *civil law*, mais especificamente, aos princípios do Código Civil Brasileiro. Tal análise se faz necessária porque a adoção de um modelo jurídico estrangeiro deve preceder de metodologia comparatista para que encontre a equivalência funcional com o ordenamento jurídico em que está sendo transplantado.<sup>5</sup>

Destarte, o que se busca com essa análise é, justamente, verificar a compatibilidade da cláusula de *sandbagging* com os princípios norteadores dos contratos empresariais brasileiros e compreender melhor o sistema jurídico que deu origem à cláusula, visando contextualizar a sua adequação com os planos de validade e eficácia do negócio jurídico.

## 2.1 PRINCÍPIO DA AUTONOMIA PRIVADA

A autonomia privada é o princípio fundamental do direito das obrigações. Segundo Judith Martins-Costa, esse princípio garante aos particulares a regulamentação dos seus próprios interesses, tendo essa possibilidade um valor juridicamente protegido. Acrescenta que os negócios jurídicos constituem a ferramenta por excelência da autonomia privada (embora não seja a única), e as declarações negociais o meio de exercício desse princípio.<sup>6</sup> Deste modo, os contratos, negócios jurídicos que são, decorrem do autorregramento da vontade<sup>7</sup> no âmbito do espaço deixado pelo sistema jurídico para que os sujeitos escolham, em maior ou menor medida, o regulamento que lhes será aplicado.

---

<sup>5</sup> TEPEDINO, Gustavo. Novos princípios contratuais e teoria da confiança: a exegese da cláusula *to the best knowledge of the sellers*. **Revista dos Tribunais**, Vol. 2: Nov/2011, p. 6.

<sup>6</sup> MARTINS-COSTA, Judith. **A boa-fé no direito privado**: critérios para a sua aplicação. 2ª ed. São Paulo: Saraiva educação, 2018, p. 250.

<sup>7</sup> Segundo Pontes de Miranda, a expressão “autorregramento da vontade” deve prevalecer às expressões “autonomia da vontade” e “autonomia privada” (MIRANDA, Francisco Cavalcanti Pontes de. **Tratado de direito privado**. 4ª ed. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais. 1983, t. III, p. 54).

Nessa linha, com fundamento no princípio da autonomia privada, é possível que as partes estipulem uma cláusula de *sandbagging* (seja essa *pro-sandbagging* ou *anti-sandbagging*) em um contrato de alienação de participação societária (modalidade de contratação a que se destina as cláusulas de *sandbagging*, conforme será estudado no capítulo 03).<sup>8</sup> Tal previsão tem fundamento nos artigos 421<sup>9</sup> e 421-A<sup>10</sup> do Código Civil<sup>11</sup>, que, após a promulgação da Lei n. 13.874/2019 (Lei de Liberdade Econômica),<sup>12</sup> reforçou, no âmbito das relações empresariais paritárias: a liberdade de contratação das partes, intervenção mínima, excepcionalidade de revisão contratual e a prevalência da alocação de riscos definida pelas partes.

Portanto, não há como negar que o ordenamento jurídico brasileiro estabelece subsídios para que seja considerada válida a inserção de uma cláusula de *sandbagging*, dentro do contexto do autorregramento da vontade das partes.

Para melhor compreensão do princípio da autonomia privada, cumpre diferenciá-lo dos conceitos de autonomia da vontade, autonomia contratual e liberdade contratual. Embora muitas vezes sejam interpretados como sinônimos, os conceitos em destaque não se confundem.

A autonomia da vontade corresponde a possibilidade que é conferida aos particulares para conformarem livremente as relações jurídicas em que intervêm, tendo como elemento central o querer, a vontade.<sup>13</sup> Sucede que uma das críticas feitas a esse conceito é que a vontade (no seu aspecto subjetivo) apenas pode ser compreendida a partir de manifestações externas, ou seja, a partir das declarações de vontade prestadas pelas partes em um contrato, que se sobrepõe à vontade subjetiva, uma vez que esta apenas se configura no subconsciente do contratante.<sup>14</sup> Por

---

<sup>8</sup> KALANSKY, Daniel; SANCHEZ, Rafael Biondi. *Sandbagging Clauses* nas Operações de Fusões e Aquisições (M&A). In: BOTREL, Sergio; BARBOSA, Henrique (Orgs.). **Novos temas de Direito e Corporate Finance**. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 145 e 154.

<sup>9</sup> **Art. 421**. A liberdade contratual será exercida nos limites da função social do contrato; Parágrafo único. Nas relações contratuais privadas, prevalecerão o princípio da intervenção mínima e a excepcionalidade da revisão contratual;

<sup>10</sup> **Art. 421-A**. Os contratos civis e empresariais presumem-se paritários e simétricos até a presença de elementos concretos que justifiquem o afastamento dessa presunção, ressalvados os regimes jurídicos previstos em leis especiais, garantido também que:

I - as partes negociantes poderão estabelecer parâmetros objetivos para a interpretação das cláusulas negociais e de seus pressupostos de revisão ou de resolução;

II - a alocação de riscos definida pelas partes deve ser respeitada e observada; e

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

<sup>11</sup> BRASIL. **Código Civil**. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/2002/110406compilada.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406compilada.htm). Acesso em: 27 de abril de 2021.

<sup>12</sup> BRASIL. **Lei 13.874 de 20 de setembro de 2019**. Modificou o Código Civil de 2002. Brasília, DF. 2019. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2019-2022/2019/lei/L13874.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2019/lei/L13874.htm). Acesso em: 27 de abril de 2021.

<sup>13</sup> ALMEIDA, Carlos Ferreira de. **Contratos**. 4ª ed. Coimbra: Almedina. Vol. 1. 2008, p. 33-34.

<sup>14</sup> GOMES, Orlando. **Transformações Gerais do Direito das Obrigações**. 2ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1980, p. 14.

essa razão, no âmbito dos contratos, opta-se pela expressão autonomia privada em detrimento de autonomia da vontade.<sup>15</sup>

Quanto à autonomia privada, já conceituada, esta denota autorregulamentação de interesses privados, ela constitui: (i) o fundamento da ação jurídico-privada; e (ii) traduz uma fonte de poder normativo pelo qual se formam e são criados os negócios jurídicos, atos pelos quais os particulares exercitam sua liberdade de decisão e de escolha na regulação dos próprios interesses.<sup>16</sup>

Quanto aos conceitos da autonomia contratual e liberdade contratual, essas acabam por ser as principais manifestações do exercício da autonomia privada, que se apresentam sob um tríplice aspecto: a) liberdade de contratar propriamente dita; b) liberdade de estipular o contrato; c) liberdade de determinar o conteúdo do contrato.<sup>17</sup> A pactuação da cláusula *pro-sandbagging* decorre, justamente, dessa liberdade contratual que é conferida às partes.

No entanto, nada obstante ao fortalecimento da autonomia privada nos termos do Código Civil, mormente após a reforma proposta pela Lei n. 13.874/2019, este princípio contratual não é considerado absoluto, encontrando-se limitado pelo princípio da função social do contrato (art. 421, *caput*, do Código Civil) e da boa-fé objetiva (art. 422, do Código Civil),<sup>18</sup> devendo ser exercido dentro dos limites da ordem pública<sup>19</sup> (art. 2.035, parágrafo único, do Código Civil).<sup>20</sup> Ou seja, o ordenamento brasileiro prevê a autonomia privada dos contratantes, e, simultaneamente, impõe limites à sua atuação. É justamente por conta dessa dialética tensão entre a autonomia privada e a cláusula geral da boa-fé objetiva, que nascem dúvidas a respeito da validade da cláusula *pro-sandbagging* nos contratos empresariais brasileiros,<sup>21</sup>

---

<sup>15</sup> AZEVEDO, Antônio Junqueira de. **Novos Estudos e Pareceres do Direito Privado**. Ed: Saraiva Jur, 2009, p. 47-50.

<sup>16</sup> MARTINS-COSTA, Judith. **A boa-fé no direito privado**: critérios para a sua aplicação. 2ª ed. São Paulo: Saraiva educação, 2018, p. 248-249.

<sup>17</sup> GOMES, Orlando. **Contratos**. 11ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 1986, p. 25-26.

<sup>18</sup> **Art. 422**. Os contratantes são obrigados a guardar, assim na conclusão do contrato, como em sua execução, os princípios de probidade e boa-fé.

<sup>19</sup> MELO, Diogo Leonardo Machado de. Princípios do Direito Contratual: autonomia privada, relatividade, força obrigatória e consensualismo. In: LOTUFO, Renan; NANNI, Giovanni Ettore (Coord.). **Teoria Geral dos contratos**. São Paulo: Atlas, 2011, p. 82.

<sup>20</sup> **Art. 2.035**. Parágrafo único: Nenhuma convenção prevalecerá se contrariar preceitos de ordem pública, tais como os estabelecidos por este Código para assegurar a função social da propriedade e dos contratos.

<sup>21</sup> KALANSKY, Daniel; SANCHEZ, Rafael Biondi. *Sandbagging Clauses* nas Operações de Fusões e Aquisições (M&A). In: BOTREL, Sergio; BARBOSA, Henrique (Orgs.). **Novos temas de Direito e Corporate Finance**. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 150.

principalmente porque a previsão de cláusulas gerais tende a estimular a intervenção do poder judiciário nos contratos privados.<sup>22</sup>

Por outro lado, muito embora exista essa multiplicidade de incidências de princípios em uma determinada relação obrigacional, que impõem inafastáveis limitações à autonomia privada; fato é que esses princípios contratuais não vão incidir com a mesma intensidade. Isso significa que a depender dos elementos fáticos e normativos do caso concreto ou do negócio jurídico, um princípio prevalecerá em relação aos demais.<sup>23</sup>

Dentro dessa lógica, entende-se que os contratos empresariais, principalmente, os contratos de fusões e aquisições (M&A), têm como princípio predominante: a autonomia privada.<sup>24</sup> Isso porque tratam-se de relações jurídicas complexas, cujo objeto do contrato é uma empresa, envolvendo partes contratantes sofisticadas, juridicamente assessoradas e destinadas a obter lucro com a transação. Dessa maneira, todas as cláusulas pactuadas são negociadas e precificadas entre as partes, que estabelecem seus respectivos direitos e obrigações dentro da margem da autorregulamentação de interesses, a fim de estabelecer um contrato completo, autossuficiente, que busca, previamente, mitigar os riscos e alocá-los, protegendo-se de eventuais prejuízos e litígios.<sup>25</sup>

Em contrapartida, pode-se concluir que a autonomia privada não poderá incidir com a mesma intensidade quando diante de um contrato de consumo, por exemplo, no qual inexistente qualquer espécie de paridade entre as partes contratantes.<sup>26</sup> No direito do consumidor, assim como no direito do trabalho, a autonomia privada não pode ser interpretada da mesma forma como ocorre no direito empresarial, que atua segundo os usos e costumes do mercado.<sup>27</sup> Assim, a boa-fé objetiva tem diferentes graus de intensidade a depender da relação contratual que incide.

Percebe-se, portanto, que a controvérsia acerca da aplicabilidade da *sandbagging* não é tão simples de ser resolvida no âmbito do direito brasileiro, posto vez que esta se projeta na ampla

---

<sup>22</sup> LUPION, Ricardo. Interpretação dos Contratos Empresariais – sem fobia e sem idolatria. **Revista da AJURIS**, v. 41, nº. 135. Setembro, 2014. p. 409-410. Disponível em: <http://ajuris.kinghost.net/OJS2/index.php/REVAJURIS/article/view/342/277>. Acesso em: 10 de maio de 2021.

<sup>23</sup> MARTINS-COSTA, Judith. **A boa-fé no direito privado: critérios para a sua aplicação**. 2ª ed. São Paulo: Saraiva educação, 2018, p. 249.

<sup>24</sup> FORGIONI, Paula A. **Contratos empresariais: teoria geral e aplicação**. 5ª ed. São Paulo: Thomson Reuters, 2020, p. 292.

<sup>25</sup> COELHO, Fabio Ulhôa. **Princípios do direito comercial: com anotações ao projeto de código comercial**. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 49.

<sup>26</sup> BENACCHIO, Marcelo. **Responsabilidade civil de terceiro por lesão à situação jurídica contratual**. 2005. Tese (Doutorado em direito) – São Paulo, PUC/SP. Orientador: Prof. Dr. Nelson Nery Jr, p. 28.

<sup>27</sup> SÃO PAULO. Tribunal de Justiça de São Paulo. **Apelação nº 1084684-41.2014.8.26.0100**. Trigesima Câmara De Direito Privado. Rel. Des. Penna Machado . Julgada em 19 de abril de 2017. p. 04-06. Disponível em: <https://esaj.tjsp.jus.br/>. Acesso em: 16 de maio de 2021.

discussão acerca dos limites impostos à autonomia privada em decorrência do princípio inafastável da boa-fé objetiva, que desempenha papel de lastro garantidor da correição das relações jurídicas e reforça a tutela conferida à legítima confiança.<sup>28</sup>

É por essa razão que se faz essencial tecer características distintivas entre a estrutura contratual nos sistemas de *civil law* e *common law*, a fim de demonstrar as razões pela qual esse último é mais propenso à aceitação das cláusulas de *sandbagging* nos contratos de M&A.

A primeira característica distintiva do direito aplicado nos países de *common law* está na inexistência de um dever genérico de agir conforme a boa-fé.<sup>29</sup> O direito contratual inglês e norte-americano, de um modo geral, é relutante em relação a previsão de disposições genéricas, cláusulas gerais que impõem deveres abstratos para as partes, como a boa-fé objetiva e a função social do contrato. Isso se dá por três principais razões: (i) porque o direito contratual do *common law* se caracteriza pela aplicação de normas jurídicas que decorrem da jurisprudência a partir da análise particular de cada caso concreto, restando, portanto, inviável a imposição de um dever geral e abstrato de atuação para um determinado grupo de pessoas; (ii) porque a inserção de cláusulas gerais marcadas pela vagueza iria de encontro à própria segurança jurídica dos contratos, fruto da barganha negocial entre as partes; além de (iii) contrariar à contraposição de interesse dos contratantes.<sup>30</sup>

A visão da doutrina norte-americana aponta que, no âmbito de arranjos empresariais celebrados entre atores sofisticados, a criação de exceções à liberdade negocial acaba por menosprezar a função descritiva da vontade das partes e a inviolabilidade do contrato, abrindo espaço para a incursão em um caminho crítico, marcado por tentativas do juiz de acertar na definição do

---

<sup>28</sup> SABADIN, Mariana Guerra. **Autonomia privada e licença para mentir – uma investigação sobre a possibilidade de limitação contratual da responsabilidade por dolo**. 2015. Dissertação (Mestrado em direito) – Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas. Orientadora: Prof. Mariana Pargendler, p. 78. Disponível em: <http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/14296?show=full>. Acesso em 01 de junho de 2021.

<sup>29</sup> Ao afirmar que inexiste um dever genérico de agir conforme a boa-fé não significa que o princípio da boa-fé não esteja previsto nos sistemas normativos da *Common Law*. No direito norte-americano, por exemplo, a boa-fé encontra-se prevista não apenas no §1-304 do *Uniform Commercial Code* (UCC), como também §205 do *Restatement (2nd) of Contracts*. Contudo, a forma como esse princípio se manifesta é diferente. No direito norte-americano a boa-fé não exerce uma função integrativa de criação de deveres anexos para as partes, prevalece nesse sistema o princípio *Freedom of Negotiation* (MURPHY, Edward J. **Studies in Contract Law**. 5ª ed. Nova Iorque: Foundation Press. 2003, p. 667-668). No direito inglês, por sua vez, entende-se que a figura da boa-fé iria minar a liberdade contratual das partes (ABBEL, Mark; HOBBS, Victoria. *Duty of Good Faith in Franchise Agreements – A Comparative Study of The Civil and Common Law Approacher in the EU*. **International Journal of Franchising Law**, nº 1. 2014, p. 33).

<sup>30</sup> CARTWRIGHT, John. **Contract Law: an introduction to the English Law of contract for the civil lawyer**. 3ª ed. Oxford, Portland: Bloomsbury, 2016, p. 64-66; p. 75-79.

desfecho de situação que pouco conhece.<sup>31</sup> Assim, no âmbito do direito empresarial, a previsão de cláusulas gerais que estabelece deveres de agir para as partes implica em uma maior intervenção estatal sobre as transações privadas, restringindo o campo da liberdade contratual, o que é pouco observado no âmbito da *common law*.

Por conta disso, a intervenção do poder judiciário sobre as relações jurídicas privadas nos países de *common law* é pouco observada quando comparado ao caráter mais interventivo do Poder Judiciário brasileiro<sup>32</sup>. As cortes estatais norte-americanas têm seu poder limitado ao que foi pactuado expressamente no contrato, esse instrumento é visto a partir de um ponto de vista objetivado. Consoante a isso, os contratantes veem nesse sistema a garantia de que suas negociações e alocações de riscos não serão facilmente alteradas pelas Cortes.<sup>33</sup>

Uma outra característica distintiva existente apenas no direito contratual do *civil law* é a presença de numerosas normas regulamentadoras sobre os contratos típicos. Existem, no Código Civil Brasileiro, regras específicas sobre os contratos de compra e venda, permuta, comodato, seguro etc. Enquanto que, na *common law*, os contratos são percebidos como um fenômeno unitário, não existindo previsão legislativa regulando cada tipo contratual.<sup>34</sup> Essa distinção é relevante porque a previsão de normas cogentes (e até mesmo as dispositivas), previstas no ordenamento brasileiro sobre as diferentes modalidades contratuais representam, de forma direta ou indireta, limitações ao autorregramento da vontade.<sup>35</sup> Portanto, observa-se que nos países de *civil law* o Estado adota um papel mais robusto, enquanto que na *common law* as partes habitualmente compensam a falta de cláusulas fornecidas pelo Estado por meio da oferta privada de cláusulas padronizadas, prevalecendo, mais uma vez, a liberdade contratual das partes.

Uma terceira característica no âmbito dos contratos de *common law* é que na jurisprudência desses países foi desenvolvida a figura do *Promissory Estoppel*, que se assemelha, de certa forma, aos princípios da autorresponsabilidade, confiança e boa-fé, atuando como contrapartida necessária ao exercício da autonomia privada no direito brasileiro.

---

<sup>31</sup> WEST, Glenn. D; LEWIS JR, W. Benton. Contracting to Avoid Extra-Contractual Liability - Can Your Contractual Deal Ever Really Be the “Entire” Deal? **The Business Lawyer**, v. 64, ago/2009. p. 1034.

<sup>32</sup> PARGENDLER, Mariana. O direito contratual comparado em nova perspectiva: revisitando as diferenças entre os sistemas romano-germânico e de common law. **Revista Direito GV**, vol. 13, nº. 3. São Paulo, 2017. p. 799.

<sup>33</sup> MURPHY, Edward J. **Studies in Contract Law**. 5ª ed. Nova Iorque: Foundation Press, 2003, p. 3.

<sup>34</sup> CARTWRIGHT, John. **Contract Law: an introduction to the English Law of contract for the civil lawyer**. 3ª ed. Oxford, Portland: Bloomsbury, 2016. p. 55-58; p. 64-66.

<sup>35</sup> PARGENDLER, Mariana. O direito contratual comparado em nova perspectiva: revisitando as diferenças entre os sistemas romano-germânico e de common law. **Revista Direito GV**, vol. 13, nº. 3. São Paulo, 2017. p. 803.

Segundo Judith Martins-Costa, os princípios da autonomia privada, boa-fé, confiança e autorresponsabilidade estão sempre em interdependência escalonada. Isso porque, ao prestar uma declaração negocial, em pleno exercício do autorregramento da vontade, também está sendo exercido um ato gerador de expectativas legítimas no *alter* (princípio da confiança), que precisa ser protegida, o que implica, correspectivamente, na autorresponsabilidade de quem prestou a declaração.<sup>36</sup>

No *Promissory Estoppel*, por sua vez, a pessoa que prestou a declaração de vontade fica impedida de voltar atrás se a contraparte, a destinatária da declaração, tiver nela confiado, tendo de arcar, inclusive, com os eventuais prejuízos causados.<sup>37</sup> Pode-se dizer que o *Promissory Estoppel* está relacionado à proibição de comportamentos contraditórios (que decorre da boa-fé no direito civil brasileiro), à proteção da confiança do alter e ainda à autorresponsabilidade da parte que prestou a declaração. Contudo, a figura do *Promissory Estoppel* não cria deveres de agir para as partes contratantes como faz o princípio da boa-fé.<sup>38</sup>

O direito contratual nos países de *common law* é uma área bem desenvolvida, principalmente no âmbito dos contratos de M&A, o qual prevalece a ampla liberdade de negociação (*Freedom of Negotiation*) através da pactuação de instrumentos contratuais complexos e autossuficientes. Nos países de *common law* a validade de uma cláusula *pro-sandbagging* expressamente prevista em um instrumento contratual é pouco controversa, prevalecendo a vontade das partes e a interpretação objetiva do contrato, surgindo discussões apenas quando o instrumento for silente.<sup>39</sup>

Portanto, faz-se necessário utilizar o direito contratual norte-americano e inglês como paradigma para a interpretação dessa modalidade de contratação no cenário brasileiro, considerando o desenvolvimento doutrinário e jurisprudencial nos Estados Unidos e na Inglaterra sobre o tema. Além disso, conclui-se que apesar das divergências, que são

---

<sup>36</sup> MARTINS-COSTA, Judith. **A boa-fé no direito privado: critérios para a sua aplicação**. São Paulo: Saraiva educação. 2ª edição 2018, p. 249 e 251.

<sup>37</sup> MCKENDRICK, Ewan. Contract: in general. In: BURROWS, Andrew (ed.). **Principles of the English Law of obligations**. Oxford: Oxford University Press, 2017, p. 132-136.

<sup>38</sup> GREZZANA, Giacomo Luiz Maria Oliveira. **A natureza jurídica da cláusula de declarações e garantias em alienação de participação societária**. 2019. Dissertação (Mestrado em direito). Universidade de São Paulo (USP). Orientador: Prof. Erasmo Valladão Azevedo, p. 29.

<sup>39</sup> OLIVEIRA, Caio Raphael Marotti de. **A Cláusula Pro-Sandbagging (Conhecimento Prévio) em Contratos de Alienação de Participação Acionária**. 2020. Dissertação (Mestrado em direito) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo (USP), São Paulo. Orientador: Prof. Dra. Juliana Krueger Pela, p. 70.

incontroversas, os sistemas de *common law* e *civil law* vêm convergindo gradualmente com o tempo,<sup>40</sup> o que pode ser interpretado como um avanço para o direito empresarial brasileiro.

Visto isso, a posição que será defendida nesse trabalho é de que o princípio da autonomia privada, considerando o seu destaque no âmbito do direito empresarial, conjuntamente com o princípio da força obrigatória dos contratos, é o principal fundamento para aplicação das cláusulas *pro-sandbagging* nos contratos de fusões e aquisições que, via de regra, são consideradas válidas.<sup>41</sup>

Além disso, a boa-fé objetiva não se configura, em princípio, como uma objeção à licitude da mencionada cláusula, com exceção aos casos específicos em que restar constatada a ilicitude da conduta do comprador, como em caso de violação ao dever informacional por parte do comprador (quando existir esse dever) ou quando existente vício de vontade, como o dolo por omissão (art. 147, Código Civil),<sup>42</sup> por exemplo. Isso se dá porque as partes - a despeito de gozarem do direito de autorregular os seus interesses da forma que melhor lhes parecer, direito esse ainda mais extenso quando diante de partes sofisticadas e assessoradas - não podem escapar do balizamento realizado pelo princípio da boa-fé objetiva e seus respectivos deveres anexos.<sup>43</sup>

## 2.2 INTANGIBILIDADE DOS CONTRATOS E FORÇA OBRIGATÓRIA

A força obrigatória dos contratos é consequência lógica do princípio da autonomia privada. Esse princípio consiste na premissa de que o contrato é obrigatório para ambas as partes, ou seja, obtém valor de lei entre os contratantes, com força vinculante igual a do preceito normativo.<sup>44</sup> O conteúdo da avença deverá ser fielmente cumprido, sem possibilidade, via de

---

<sup>40</sup> PARGENDLER, Mariana. O direito contratual comparado em nova perspectiva: revisitando as diferenças entre os sistemas romano-germânico e de *common law*. **Revista Direito GV**, vol. 13, nº. 3, 2017, São Paulo, p. 800.

<sup>41</sup> OLIVEIRA, Caio Raphael Marotti de. **A Cláusula Pro-Sandbagging (Conhecimento Prévio) em Contratos de Alienação de Participação Acionária**. 2020. Dissertação (Mestrado em direito) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo (USP), São Paulo. Orientador: Prof. Dra. Juliana Krueger Pela, p. 136.

<sup>42</sup> **Art. 147**. Nos negócios jurídicos bilaterais, o silêncio intencional de uma das partes a respeito de fato ou qualidade que a outra parte haja ignorado, constitui omissão dolosa, provando-se que sem ela o negócio não se teria celebrado.

<sup>43</sup> SABADIN, Mariana Guerra. **Autonomia privada e licença para mentir – uma investigação sobre a possibilidade de limitação contratual da responsabilidade por dolo**. 2015. Dissertação (Mestrado em direito) – Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas. Orientadora: Prof. Mariana Pargendler, p. 78. Disponível em: <http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/14296?show=full>. Acesso em 01 de junho de 2021.

<sup>44</sup> MELO, Diogo Leonardo Machado de. Princípios do Direito Contratual: autonomia privada, relatividade, força obrigatória e consensualismo. In: LOTUFO, Renan; NANNI, Giovanni Ettore (Coord.). **Teoria Geral dos contratos**. São Paulo: Atlas, 2011, p. 87.

regra, de qualquer interferência judicial ou alteração de forma unilateral, regendo-se o brocardo latino do *pacta sunt servanda*. Esse princípio exerce função necessária no âmbito dos contratos empresariais, combatendo o natural oportunismo dos agentes econômicos.<sup>45</sup>

O contrato empresarial precisa ser interpretado segundo os usos e costumes do mercado, de acordo com o que geralmente ocorre nesse setor da economia. Dessa forma, à vinculação das partes ao conteúdo do contrato resultará em acertos ou erros da decisão empresarial tomada por cada uma das partes, ou seja, caso a estratégia de mercado que foi adotada pela empresa e que deu origem ao pacto contratual surtiu os efeitos esperados ou não.<sup>46</sup> Essas decisões fazem parte do jogo e da competição de mercado que, de certa forma, premia as decisões acertadas e penaliza as equivocadas. É por essa razão que a intervenção do Poder Judiciário no contrato empresarial não pode servir para neutralizar esses efeitos. A adoção de estratégias equivocadas faz parte do que normalmente ocorre no âmbito do mercado, além de estimular o ambiente de competição empresarial,<sup>47</sup> prevalecendo, nesse cenário, a força vinculante das avenças e o princípio da intervenção mínima e excepcionalidade da revisão contratual (art. 421, parágrafo único).<sup>48</sup>

Sobre o tema, Vincenzo Roppo fixou dois corolários decorrentes do *pacta sunt servanda* no âmbito das regras de mercado: (i) o contrato não pode ser desfeito por vontade de um dos contratantes, pois não é dado à parte liberar-se do vínculo que não mais lhe interessa; e (ii) o regramento apenas pode ser modificado se houver consenso entre as partes, não podendo ser alterado unilateralmente.<sup>49</sup> Desse jeito, em consequência ao princípio da força obrigatória, há nos contratos, implicitamente, uma cláusula geral de irretratabilidade e intangibilidade do seu conteúdo, fundamental para a garantia da segurança jurídica do autorregramento da vontade.<sup>50</sup>

Nesse sentido, a obrigatoriedade dos contratos caracteriza-se pelo elo entre a liberdade contratual e a responsabilidade contratual.<sup>51</sup> Isso significa que aqueles que se obrigaram aos

---

<sup>45</sup> FORGIONI, Paula A. **Contratos empresariais: teoria geral e aplicação**, 5ª ed. São Paulo: Thomson Reuters, 2020, p. 111.

<sup>46</sup> *Ibidem*, p. 153.

<sup>47</sup> LUPION, Ricardo. Interpretação dos Contratos Empresariais – sem fobia e sem idolatria. **Revista da AJURIS**, v. 41, nº. 135. Setembro, 2014. p. 409. Disponível em: <http://ajuris.kinghost.net/OJS2/index.php/REVAJURIS/article/view/342/277>. Acesso em: 10 de maio de 2021.

<sup>48</sup> BRASIL. **Lei 13.874 de 20 de setembro de 2019**. Modificou o Código Civil de 2002. Brasília, DF. 2019. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2019-2022/2019/lei/L13874.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2019/lei/L13874.htm). Acesso em: 27 de abril de 2021.

<sup>49</sup> ROPPO, Vincenzo. **Il contratto del duemila**. 2ª ed. Torino: Giappichelli. 2005, p. 533-534.

<sup>50</sup> CRUZ, André Santa. **Contratos Empresariais: volume único**. 10ª ed. Rio de Janeiro: Ed. Forense, 2020, p. 1.030.

<sup>51</sup> ROPPO, Enzo. **O contrato**. Coimbra: Almedina, 1988, p. 128.

termos do contrato tem a responsabilidade de cumpri-lo, sob pena de sanção que decorre de norma legal, representada pela possibilidade de execução do patrimônio do devedor.

Contudo, da mesma maneira em que a autonomia privada não apresenta caráter absoluto, tampouco terá o princípio da força obrigatória. O Código Civil de 2002 admite a relativização desse princípio em determinados casos, autorizando a intervenção judicial no conteúdo contratual, nos termos do art. 421, 317 e 478<sup>52</sup> do Código Civil, que prevê a possibilidade de revisão contratual nos casos de onerosidade excessiva em virtude de acontecimentos extraordinários e imprevisíveis. Não obstante, considerando as peculiaridades dos contratos de alienação de participação societária: complexidade, atipicidade e usos e costumes de mercado; nesses casos prevalece a incidência do princípio da força vinculante em prol da segurança e previsibilidade das avenças.

No mesmo sentido, ao julgar uma ação de rescisão de um contrato de franquia, o Des. Rel. Henrique Rodrigo Clavio decidiu por privilegiar o princípio do *pacta sunt servanda*, sob o seguinte fundamento:

O fato então é que, não permitindo os contratos empresariais serem tratados da mesma forma que contratos cíveis em geral ou contratos de consumo, prevalentes os princípios da autonomia da vontade e da força obrigatória das avenças, de rigor a observância da livre vontade manifestada pelas partes contratantes, e isso ainda que o Código Civil de 2002 tenha submetido os contratos cíveis e empresariais às mesmas regras gerais, posto que isso não significa que estes contratos sejam essencialmente iguais, de modo que a interpretação pressupõe o comportamento adotado pelas partes ao tempo da formação do ajuste, mantida assim tanto a segurança como a previsibilidade jurídica.<sup>53</sup>

No caso paradigma, a decisão que privilegiou a intangibilidade do contrato empresarial foi aplicada a uma relação de franquia, de modo que seria possível presumir que tal entendimento pode ser reforçado e, até mesmo, enrijecido quando se tratar de contratos de alienação de participação societária, no qual atuam partes experientes no ramo de mercado, devidamente assessoradas, litigantes habituais e que alocaram previamente os riscos da operação.

Dessarte, com fundamento no princípio da força obrigatória das avenças, ao estipular a inclusão de uma cláusula de *sandbagging* em um contrato de alienação de participação societária, essa

---

<sup>52</sup> **Art. 478.** Nos contratos de execução continuada ou diferida, se a prestação de uma das partes se tornar excessivamente onerosa, com extrema vantagem para a outra, em virtude de acontecimentos extraordinários e imprevisíveis, poderá o devedor pedir a resolução do contrato. Os efeitos da sentença que a decretar retroagirão à data da citação.

<sup>53</sup> SÃO PAULO. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. **Apelação Cível nº. 0001777-62.2010.8.26.0586.** Décima Oitava Câmara de Direito Privado. Relator: Des. Henrique Rodrigo Clavio. Julgado em 29 de janeiro de 2014, p. 7. Disponível em: <https://esaj.tjsp.jus.br>. Acesso em: 10 de maio de 2021.

deve ser considerada válida, pois foi devidamente contratada pelas partes,<sup>54</sup> o que significa dizer que o alienante teria tido a oportunidade de rever o preço do contrato e de antemão conhecer que seria responsabilizado pelas garantias falsas, ainda que essas já fossem conhecidas pelo comprador.<sup>55</sup> Por essa razão, deve ser rechaçada, a princípio, conduta do vendedor no sentido de impugnar, posteriormente, a validade da cláusula por mero inconformismo, utilizando-se da boa-fé como desculpa para se esquivar da sua responsabilidade, sem que reste comprovada conduta maliciosa por parte do adquirente.<sup>56</sup>

Enquanto no direito brasileiro o princípio da intangibilidade contratual e força obrigatória das avenças cumprem o papel de assegurar a segurança jurídica dos contratos, na *common law* uma das regras formalistas de interpretação do contrato é a *parol evidence rule*. Tal regra estabelece que o instrumento contratual escrito e pactuado pelas partes não admite qualquer interpretação com base em evidências que estejam fora dos termos do contrato.<sup>57</sup> Isso significa que, em regra, negociações pré-contratuais, declarações prestadas oralmente, *e-mails* trocados entre as partes, minutas elaboradas, dentre outros, não são admitidas para fins de interpretação do conteúdo expresso no contrato.

Cria-se a presunção de que o instrumento escrito contém todos os termos contratados, sendo a fonte única de criação de direitos e deveres para as partes. Segundo decisão proferida pela Suprema Corte da Pensilvânia, no julgamento do caso *Martin v. Berens*<sup>58</sup>, inexistindo qualquer hipótese de fraude ou erro, as deliberações feitas pelas partes expressamente no instrumento contratual não é apenas a melhor, mas a única evidência do seu acordo.

Contudo, essa regra comporta exceções, cabendo citar apenas algumas delas. Uma primeira exceção está nos casos em que o contrato escrito não tiver o propósito de conter todos os termos que as partes haviam pactuado, nessa hipótese será admissível a análise dos fatos e documentos extrínsecos ao instrumento contratual. Entretanto, quando houver divergência entre os contratantes (ambiguidade), ou seja, quando uma das partes acreditar que o contrato é suficiente e que contém todos os termos pactuados, enquanto a outra confiar em documentos extrínsecos

---

<sup>54</sup> OLIVEIRA, Caio Raphael Marotti de. **A Cláusula Pro-Sandbagging (Conhecimento Prévio) em Contratos de Alienação de Participação Acionária**. 2020. Dissertação (Mestrado em direito) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo (USP), São Paulo. Orientador: Prof. Dra. Juliana Krueger Pela, p. 164.

<sup>55</sup> GREZZANA, Giacomo. Cláusula de irrelevância da ciência previa do adquirente sobre contingências da sociedade-alvo em alienações de participação societária. **Revista de direito das sociedades e dos valores mobiliários**. Vol. 11. Ed. Almedina. Junho, 2020. p. 122-123.

<sup>56</sup> FORGIONI, Paula A. **Contratos empresariais: teoria geral e aplicação**, 5ª ed. São Paulo: Thomson Reuters, 2020, p. 136.

<sup>57</sup> TREITEL, Günter. **The Law of Contract**. 14ª Edition. Londres: Sweet & Maxwell. 2015, p. 233.

<sup>58</sup> *Martin v. Berens*, 67 Pa. 459 (1871). Date Decided: February 27, 1981. Supreme Court of Pennsylvania. Disponível em: <https://cite.case.law/cited-by/1022556/>. Acesso em: 10 de maio de 2021.

ao acordo prevalecerá a interpretação objetiva, presumindo que o contrato é suficiente e autônomo. Assim, embora não seja uma regra absoluta, em casos de conflitos, sempre prevalecerá o que consta na redação do contrato.<sup>59</sup>

A segunda exceção, a que merece maior destaque, diz respeito à validade do instrumento contratual. A *parol evidence rule* aplica-se ao conteúdo do contrato, no entanto as evidências extrínsecas podem ser admitidas para identificar alguma invalidade do instrumento contratual, como incapacidades (*incapacity*), declarações falsas (*misrepresentation*), erro (*mistake*), dolo (*fraud*).<sup>60</sup> Existindo uma declaração falsa ou imprecisa que tenha sido prestada na fase pré-contratual (*misrepresentation*), que tenha sido decisiva para a formação do consentimento e que não tenha sido reproduzida na cláusula de declarações e garantias do contrato, pode a parte que confiou na declaração procurar judicialmente o desfazimento negocial e/ou ressarcimento por perdas e danos, com base nessa evidência externa.<sup>61</sup>

A terceira exceção diz respeito aos termos implícitos do contrato. Quando o contrato for silente a respeito de questões que são normalmente adotadas pela lei, as evidências externas podem servir para reforçar ou refutar a aplicação usual da legislação.<sup>62</sup>

Além disso, uma quarta exceção diz respeito às declarações e garantias prestadas oralmente ao comprador em um contrato de compra e venda. Via de regra, a *parol evidence rule* previne o comprador de confiar nas declarações prestadas oralmente pelo vendedor. Porém essa regra está sujeita a duas ressalvas que estão associadas à segunda exceção da *parol evidence rule*, uma vez que: (i) uma garantia fornecida verbalmente no momento da venda pode dar causa à anulação de uma *exclusion clause*<sup>63</sup> inserida expressamente no contrato; e (ii) uma declaração oral prestada de forma deturpada (*misrepresentation*), ainda que incorporada no contrato como garantia, pode ser usada como evidência de uma causa de invalidade do contrato.<sup>64</sup>

Posto isso, chega-se à conclusão de que na *common law* os termos expressos no instrumento contratual são aqueles que as partes elegeram para ser o verdadeiro conteúdo do contrato. Para

---

<sup>59</sup> TREITEL, Günter. **The Law of Contract**. 14<sup>a</sup> Edition. Londres: Sweet & Maxwell. 2015, p. 234-235.

<sup>60</sup> *Ibidem*, p. 235-236.

<sup>61</sup> *The parol evidence rule does not exclude evidence to show mistake, misrepresentation, or duress as a ground for avoidance. Of these grounds, misrepresentation has produced the most litigation. It is generally agreed that the parol evidence rule does not bar extrinsic evidence to show fraud as a ground for rescission, a tort action for damages or reformulation* (FARNSWORTH, E. A. **Contracts**. 4<sup>a</sup> ed. New York: Aspen, 2004, p. 429).

<sup>62</sup> TREITEL, Günter. *Op.cit*, 2015, p. 235-236.

<sup>63</sup> “*Statement in an agreement that does not cover or does not include something*”, seria uma cláusula que retira a responsabilidade da parte sobre um determinado risco (**Black Law Dictionary**. Disponível em: <https://thelawdictionary.org/exclusion-clause/>. Acesso em: 05 de julho de 2021). Seria uma cláusula que retira a responsabilidade da parte sobre um determinado risco.

<sup>64</sup> TREITEL, Günter. *Op.cit*, 2015, p. 235-236.

evitar incertezas, cabem as partes, diante das negociações e declarações pré-contratuais, inserir no instrumento aquilo que pretende atribuir eficácia de contrato, sendo qualquer evidência externa, via de regra, irrelevante para a interpretação dos termos do contrato.

Todavia, se até no direito contratual norte-americano, que segundo Judith Martins-Costa<sup>65</sup> reserva um maior âmbito de atuação à autonomia privada no regramento contratual, a *parol evidence rule* comporta diversas exceções possibilitando que evidências extrínsecas busquem comprovar a existência de vícios no negócio, como o dolo por omissão, parece lógico que à luz do ordenamento brasileiro, o qual sequer reconhece regra semelhante e que preconiza a cláusula geral da boa-fé objetiva e a proteção atribuída à boa-fé subjetiva, a cláusula *pro-sandbagging* não poderá ser vista como um instrumento absoluto de proteção ao comprador. Desta forma, a pactuação de uma cláusula de *sandbagging* não pode passar por cima dos preceitos da boa-fé objetiva, inafastável dentro do direito brasileiro. Elementos extrínsecos, observados principalmente na fase pré-contratual, podem fundamentar a invalidade ou ineficácia de uma cláusula de *sandbagging*, embora, conforme defendido neste trabalho, essa não seja a regra.

### 2.3 PRINCÍPIO DA BOA-FÉ OBJETIVA

O princípio da boa-fé objetiva, previsto no art. 422 do Código Civil, atua em todos os campos pelos quais está inserido o direito das obrigações (além de outros variados ramos do direito). No entanto, considerando a sua complexidade e a impossibilidade de esgotar todo o seu conteúdo em apenas um segmento deste trabalho científico, será dado destaque à incidência da boa-fé objetiva nas relações jurídicas interempresariais, comparando-a com a boa-fé prevista nos países de *common law*. O objetivo desta análise é relacionar o modelo jurídico com a aplicação das cláusulas *pro-sandbagging* nos contratos brasileiros.

Segundo a professora e doutrinadora Judith Martins-Costa, a norma jurídica da boa-fé objetiva configura-se, de forma concomitante: (i) um instituto ou modelo jurídico, estrutura normativa alcançada pela agregação de duas ou mais normas; (ii) um *standart* ou modelo comportamental, propiciando o direcionamento de comportamentos dos participantes do tráfego negocial; e (iii) um princípio jurídico, norma que aponta para um estado ideal de coisas. Em linhas gerais, o

---

<sup>65</sup> MARTINS-COSTA, J. Os Regimes do Dolo Civil no Direito brasileiro: Dolo Antecedente, Vício Informativo por Omissão e por Comissão, Dolo Acidental e Dever de Indenizar. **Revista dos Tribunais**, v. 923, set./2012, p. 140.

princípio da boa-fé objetiva direciona comportamentos aos valores ético-jurídicos da probidade, honestidade, lealdade e da consideração às legítimas expectativas do parceiro contratual.<sup>66</sup>

Na percepção de Larenz: “a boa-fé exige que cada parte admita o contrato como ele há de ser entendido por contratantes honestos segundo a ideia básica e a finalidade do mesmo, tomando em consideração os usos do tráfico”.<sup>67</sup>

O princípio da boa-fé objetiva não é fácil de se definir. Ele se apresenta de diferentes formas para diferentes situações jurídicas. Trata-se, portanto, de um modelo jurídico complexo e prescritivo, dado vez que é dotado da possibilidade, além de prestar recomendações ao aplicador do direito, de impor ações, condutas, vedações e sanções para os contratantes. Ademais, a boa-fé objetiva não prescinde uma aplicação contextualmente situada, o seu direcionamento como *standard* de comportamento é concretizado de forma relacional e situacionalmente.<sup>68</sup>

O princípio da boa-fé objetiva desempenha três principais funções: (i) função hermenêutica, a partir da determinação do sentido e do alcance do conteúdo contratual (art. 113<sup>69</sup>, do Código Civil); (ii) função integradora ou integrativa, a partir da complementação do contrato com a determinação de deveres às partes (art. 422<sup>70</sup>, do Código Civil); e (iii) a função corretora, relacionada a correção do conteúdo contratual e do modo do exercício jurídico (Art. 187<sup>71</sup>, do Código Civil).<sup>72</sup>

Tomando como princípio a função integrativa da boa-fé objetiva, criam-se os deveres anexos e deveres de proteção impositivos para as partes, que passam a integrar a relação contratual e que independem de previsão expressa, cujo objetivo é completar o seu conteúdo e pautar a conduta contratual correta.<sup>73</sup> A boa-fé objetiva impõe um comportamento cooperativo mútuo entre os

---

<sup>66</sup> MARTINS-COSTA, Judith. **A boa-fé no direito privado**: critérios para a sua aplicação. São Paulo: Saraiva educação. 2ª edição. 2018, p. 281-283.

<sup>67</sup> LARENZ, Karl. **Derecho civil** – Parte general. Trad. Esp: Miguel Izquierdo e Marcías-Picavea. Caracas: Edersa, 1978, p. 745.

<sup>68</sup> MARTINS-COSTA, Judith. *Op.cit.* 2018, p. 291.

<sup>69</sup> **Art. 113.** Os negócios jurídicos devem ser interpretados conforme a boa-fé e os usos do lugar de sua celebração.

<sup>70</sup> **Art. 422.** Os contratantes são obrigados a guardar, assim na conclusão do contrato, como em sua execução, os princípios de probidade e boa-fé.

<sup>71</sup> **Art. 187.** Também comete ato ilícito o titular de um direito que, ao exercê-lo, excede manifestamente os limites impostos pelo seu fim econômico ou social, pela boa-fé ou pelos bons costumes.

<sup>72</sup> MARTINS-COSTA, Judith. **A boa-fé no direito privado**: critérios para a sua aplicação. São Paulo: Saraiva educação. 2ª edição. 2018, p. 485.

<sup>73</sup> *Ibidem*, p. 572.

contratantes, dando origem a diversos deveres acessórios a prestação principal,<sup>74</sup> como os deveres de cooperação, lealdade contratual e o dever de informação.

Seguindo o raciocínio, a boa-fé objetiva é reconhecida como um ponto limítrofe da autonomia privada. Segundo Couto e Silva, a faculdade dispositiva das partes sujeita-se ao ordenamento jurídico, as suas regras e princípios, o qual pode exercer, destarte, papel negativo e limitador da vontade.<sup>75</sup> Dito isso, a obrigatoriedade do contrato (*pacta sunt servanda*) atua à margem da boa-fé objetiva nas relações negociais.<sup>76</sup> Existe um verdadeiro controle do conteúdo dos contratos a partir da boa-fé objetiva.

Mas, segundo Judith Martins-Costa, cada área do Direito terá diferentes pesos em relação aos princípios e ao regime jurídico aplicados. Isso significa que a boa-fé objetiva será matizada a depender do campo do direito em que atua, sendo interpretada conjuntamente com os princípios e regras incidentes naquela determinada área do Direito. Assim, quando diante de contratos entre iguais ou paritários, como os contratos de alienação de participação societária em que há em cada polo da relação jurídica empresas assessoradas juridicamente e movidas pela obtenção de lucro, é mais extenso o campo de exercício da autonomia privada e menos extenso o poder corretivo externo da boa-fé objetiva.<sup>77</sup>

Pode-se dizer que, no âmbito dos contratos de M&A, modalidade a que se destina as cláusulas de *sandbagging*, a incidência do princípio da boa-fé objetiva será peculiarizada e de menor grau, considerando a incidência de outros fatores que configuram essa relação jurídica, como: (i) a noção de mercado e a atividade empresarial; (ii) o impacto da práxis, os usos e costumes do setor e experiência das partes; (iii) a informalidade e atipicidade; e (iv) a dinâmica circulação de modelos provindos da praxe internacional e da experiência comparatista. Posto isso, os deveres anexos de agir segundo a boa-fé objetiva devem ser aferidos de forma coligada ao que normalmente ocorre no setor de mercado em que atuam os contratantes.<sup>78</sup>

Em vista disso, a regra é de que se deve respeitar o acordo feito pelas partes. A pactuação de uma cláusula *pro-sandbagging*, por meio da autonomia privada, faz parte da estratégia negocial adotada pelas partes que optaram por prever cláusulas que vinculam à parte vendedora as consequências negativas da desconformidade e da adoção de modelos contratuais advindos dos

---

<sup>74</sup> CORDEIRO, Antônio Menezes. **Da Boa Fé no Direito Civil**. Coimbra: Almedina, 2007, p. 587.

<sup>75</sup> COUTO E SILVA, Clóvis. V. do. **A Obrigação como Processo**. 1ª ed. Rio de Janeiro: FGV, 2006, p. 25-26.

<sup>76</sup> POPP, Carlyle. A eficácia externa dos negócios jurídicos. In: LOTUFO, Renan; NANNI, Giovanni Ettore (Coord.). **Teoria Geral dos contratos**. São Paulo: Atlas, 2011, p. 156-157.

<sup>77</sup> MARTINS-COSTA, Judith. **A boa-fé no direito privado: critérios para a sua aplicação**. São Paulo: Saraiva educação. 2ª edição. 2018, p. 628.

<sup>78</sup> *Ibidem*, p. 309.

países de *common law*, razão pela qual, em regra, não devem ser rejeitadas no âmbito de *civil law*.<sup>79</sup>

Nesse interim, a *sandbagging* consiste na seguinte situação jurídica: o comprador concluiu um contrato com o vendedor, sabendo que este havia prestado declarações e garantias falsas, mas optou por não informar o vendedor sobre essa desconformidade; e, após o fechamento do contrato, busca responsabilizá-lo com base exatamente na desconformidade dessas declarações e garantias.<sup>80</sup>

A escassa doutrina brasileira que visa analisar e questionar a validade da cláusula de *sandbagging* discute se a sua previsão nos contratos brasileiros viola ou não o princípio da boa-fé objetiva e, mais especificamente, discute-se a (in)existência de violação ao dever anexo de informar por parte do comprador.<sup>81</sup> O dever anexo de informação se caracteriza não apenas no dever de declarar fatos ou circunstâncias que alterem o objeto do negócio jurídico de maneira essencial mas também os deveres de não omitir em prejuízo da contraparte ou de terceiros e de permitir, no que não for essencial, que a contraparte investigue, audite e forme as suas próprias conclusões.<sup>82</sup>

Todavia, não existe um dever genérico e amplo de prestar informações. O dever jurídico de informação advindo da boa-fé objetiva apresenta diferentes graus de incidência a depender do tipo de relação jurídica, da fase da relação contratual, do interesse e partes envolvidas. Em verdade, em determinadas situações, sequer pode ser considerado um dever jurídico.<sup>83</sup> A função integrativa e corretiva da boa-fé objetiva apenas poderá ser aferida a depender do caso concreto quando restar manifesta uma violação a um dever de informação existente por parte do comprador ou em hipóteses em que restar comprovada atuação ardilosa por parte deste para esconder a informação. Tais situações serão examinadas no capítulo 04 desse trabalho.

Até então é incontroverso que o princípio da boa-fé objetiva limita a atuação do autorregramento da vontade das partes no direito brasileiro, porém no âmbito dos contratos

---

<sup>79</sup> PIRES, Catarina Monteiro. **Aquisição de Empresas e de Participações Acionistas: problemas e litígios**. Coimbra: Almedina. 2018, p. 80.

<sup>80</sup> SHADDEN, Stacey. How to sandbag your opponent in the unsuspecting word of high stakes acquisitions. **Creighton law review**, v. 47, 2014, p. 459.

<sup>81</sup> OLIVEIRA, Caio Raphael Marotti de. **A Cláusula Pro-Sandbagging (Conhecimento Prévio) em Contratos de Alienação de Participação Acionária**. 2020. Dissertação (Mestrado em direito) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo (USP), São Paulo, p. 164.

<sup>82</sup> AZEVEDO, Antônio Junqueira de. **Novos Estudos e Pareceres de Direito Privado**. 1ª. Ed. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 128.

<sup>83</sup> MARTINS-COSTA, Judith. **A boa-fé no direito privado: critérios para a sua aplicação**. São Paulo: Saraiva educação. 2ª edição. 2018, p. 591.

empresariais deve prevalecer o que foi contratado (e o que foi deixado de contratar) pelas partes, excetuados os específicos casos em que restar comprovado o preenchimento de requisitos que caracterizam condutas ilícitas vedadas pelo direito brasileiro.

Por outro lado, os contratos norte-americanos e ingleses não sofrem dessa limitação abstrata ao princípio da boa-fé. Inexiste, na *common law*, um dever genérico de agir segundo a boa-fé seja na fase pré-contratual, seja no momento da execução do contrato.<sup>84</sup> A liberdade contratual das partes, nesse sistema, não encontra limitação no princípio da boa-fé. Isso significa que, muito embora os países da *common law*, principalmente os Estados Unidos, tratem sobre a boa-fé na execução dos contratos e inclusive apresente previsão em sua legislação, fato é que a verdadeira tendência dos países de *common law* permanece sendo o liberalismo e a proteção dos interesses econômicos do mercado.<sup>85</sup>

Antes de aprofundar o estudo da atuação da boa-fé no âmbito da *common law* cumpre destacar que, considerando a noção de alto grau de vagueza semântica do instituto, o seu significado e a sua aplicação variam culturalmente, de modo que a boa-fé estudada no âmbito de outros sistemas jurídicos, principalmente os sistemas de origem anglo-saxônico, não se assemelha ao princípio da boa-fé previsto no ordenamento jurídico brasileiro.<sup>86</sup>

Diante disso, no âmbito do direito norte-americano, o qual a boa-fé apresenta previsão expressa no UCC, parágrafo 1º-304, combinado com parágrafo 1º-201(20), a boa-fé não é observada na fase pré-contratual<sup>87</sup> e é descrita como um acordo implícito de que nenhuma das partes contratantes devem agir de maneira que venha a ferir ou destruir o direito da outra parte de receber os frutos do contrato.<sup>88</sup> Nesse sentido, o texto da lei define a boa-fé da seguinte maneira: “honestidade de fato e a observância de padrões comerciais razoáveis de negociação justa no comércio”.<sup>89</sup> Esta aplicada aos contratos norte-americanos não é considerada fonte criadora de

---

<sup>84</sup> CHITTY, Joseph Junior. **Chitty on contracts**. Vol 1: general principles. 32ª ed. Londres: Thomson Reuter, 2015, p. 91-92.

<sup>85</sup> GUIDI, Patrícia Velloso de Luna. **A Boa-Fé Contratual nos Sistemas Brasileiro e Americano**. 2018. Monografia (Pós-graduação em direito). Insper: São Paulo. Orientadores: Prof. Doutor Rodrigo Fernandes Rebouças e Prof. Doutora Maria Isabel Carvalho Sica Longhi, p. 41. Disponível em: [http://dspace.insper.edu.br/xmlui/bitstream/handle/11224/1928/PATRICIA%20VELLOSO%20DE%20LUNA%20GUIDI\\_Trabalho.pdf?sequence=3](http://dspace.insper.edu.br/xmlui/bitstream/handle/11224/1928/PATRICIA%20VELLOSO%20DE%20LUNA%20GUIDI_Trabalho.pdf?sequence=3). Acesso em: 24 de maio de 2021.

<sup>86</sup> MARTINS-COSTA, Judith. **A boa-fé no direito privado: critérios para a sua aplicação**. São Paulo: Saraiva educação. 2ª edição. 2018, p. 307.

<sup>87</sup> AMERICAN LAW INSTITUTE. **Restatement (Second) of Contracts**, 1981, §205, p. 100.

<sup>88</sup> NEDZEL, Nadia E. A Comparative Study of Good Faith, Fair Dealing, and Precontractual Liability. **Tulane European & Civil Law Forum** 12. 1997, p. 100.

<sup>89</sup> Tradução livre: “*honesty in fact and the observance of reasonable commercial standards of fair dealing in the trade*” (AMERICAN LAW INSTITUTE. **Restatement (Second) of Contracts**, 1981, §205, p. 100).

novos deveres implícitos ao contrato, mas apenas um mandamento para que esses sejam interpretados e executados segundo os padrões comerciais.<sup>90</sup>

No direito contratual norte-americano, assim como no inglês, é negada a existência de boa-fé na fase pré-contratual dos contratos da *common law*; isso porque, na fase de negociações carrega-se o risco da outra parte interromper as tratativas, tendo que assumir os prejuízos causados, inexistindo nessa etapa responsabilidade pré-contratual. Tal entendimento ficou consubstanciado, no âmbito das cortes inglesas, no julgamento do caso *Walford v. Miles*, em que os juízes rejeitaram, por unanimidade, a existência de boa-fé na fase pré-contratual, sob o fundamento de ser incompatível com a natural contraposição de interesses das partes na fase de negociação.<sup>91</sup>

Contudo, a jurisprudência criou outras teorias, com destaque à figura do *promissory stoppel*, já estudada no ponto 2.1, que em seu modo de agir cumpre o papel do princípio da boa-fé, não a partir da criação de deveres de agir, mas punindo condutas de má-fé, inclusive, na fase de negociações.<sup>92</sup>

Nesse sentido, segundo o professor Robert Summers, a maioria das cortes americanas não delimita o que constitui a boa-fé, mas delimita o dever de abster-se de agir de má-fé.<sup>93</sup> Diante dos precedentes das cortes norte-americanas, são considerados exemplos de condutas de má-fé: fugir do espírito da barganha, a falta de diligência e a negligência consciente dos contratantes.<sup>94</sup>

Outro princípio relevante no âmbito dos contratos da *common law* e que também é aplicado nos países de *civil law* (embora sua amplitude seja limitada) é o princípio *caveat emptor*. Segundo esse instituto, é responsabilidade do comprador ou adquirente examinar e investigar o objeto da negociação para identificar possíveis riscos e, em seguida, proteger-se através da previsão de cláusulas de garantias específicas sob pena de ter que arcar com negociação desvantajosa. Em outras palavras, esse princípio cria um ônus para o comprador de proteger os seus próprios

---

<sup>90</sup> GREZZANA, Giacomo. **A natureza jurídica da cláusula de declarações e garantias em alienação de participação societária**. 2019. Dissertação (Mestrado em direito) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo (USP). Orientador: Prof. Dr. Erasmo Valladão Azevedo. p. 31.

<sup>91</sup> SOUZA, Thelma de Mesquita Garcia e. **O dever de informar e sua aplicação ao contrato de seguro**. Tese (Doutorado em direito). 2012. Faculdade de Direito da USP: São Paulo. Orientadora: Dra. Prof. Rachel Sztajn. P. 108.

<sup>92</sup> NEDZEL, Nadia E. A Comparative Study of Good Faith, Fair Dealing, and Precontractual Liability. **Tulane European & Civil Law Forum** 12. 1997. P. 101.

<sup>93</sup> SUMMERS, Robert S. "Good Faith" in General Contract Law and the Sales Provisions of the Uniform Commercial Code. **Virginia Law Review**. Volume 54, march/1968. p. 195, 200-207.

<sup>94</sup> AMERICAN LAW INSTITUTE. **Restatement (Second) of Contracts**. 1981. §205. p. 101.

interesses. Por outro lado, o alienante ou vendedor apenas responde contra esses vícios se tiver agido de má-fé.<sup>95</sup> Pode-se dizer, nesse contexto, que a própria cláusula *pro-sandbagging* é fruto dessa diligência do comprador de, ao analisar o objeto do contrato, buscar medidas para evitar eventuais prejuízos.

No direito brasileiro esse princípio é o próprio dever de diligência do comprador, configurado no ônus de se informar.<sup>96</sup> Contudo, sua aplicação é mais limitada, uma vez que o princípio da boa-fé objetiva cria um dever de informação para ambas as partes na fase pré-contratual, principalmente para o vendedor, que, em caso de descumprimento, será responsabilizado.

Por outro lado, na *common law*, via de regra, não existe qualquer dever de informação para nenhuma das partes, salvo em situações muito específicas, como na configuração de *misrepresentation*, em que poderá haver reparação por falha de divulgação de informação. Cumpre ressaltar que esse dever de informação nas relações contratuais da *common law* não decorre do princípio da boa-fé.<sup>97</sup>

Na mesma seara, pode ser considerada falha no dever de divulgar informações quando, por exemplo, uma das partes não divulga fatos que a outra parte não poderia por conta própria descobrir; ou quando uma das partes esconde informações ou deixa de corrigi-las propositalmente. Nesses casos, quando gerado dano para a parte prejudicada, esta poderá alegar causa de *misrepresentation*.<sup>98</sup>

A diferença entre a aplicação do princípio da boa-fé nos diferentes sistemas jurídicos é clara. No âmbito do Direito brasileiro, o princípio da boa-fé é observado em todas as fases da relação contratual e cria deveres anexos a prestação e deveres de proteção, como o dever de informação. Além disso, a violação desses deveres pode gerar a invalidade ou ineficácia de termos contratuais. No *common law*, por sua vez, a boa-fé não cria deveres de agir para as partes contratantes, bem como está ligada ao cumprimento do contrato e satisfação dos interesses das partes, de forma que não limita a liberdade contratual e as cortes estatais são relutantes quanto a sua aplicação.

---

<sup>95</sup> CARTWRIGHT, John. **Contract Law: an introduction to the English Law of contract for the civil lawyer**. 3ª ed. Oxford, Portland: Bloomsbury, 2016, p. 64-66; p. 80-81.

<sup>96</sup> MARTINS-COSTA, Judith. **A boa-fé no direito privado: critérios para a sua aplicação**. São Paulo: Saraiva educação. 2ª edição. 2018, p. 591.

<sup>97</sup> SOUZA, Thelma de Mesquita Garcia e. **O dever de informar e sua aplicação ao contrato de seguro**. Tese (Doutorado em direito). 2012. Faculdade de Direito da USP: São Paulo. Orientadora: Dra. Prof. Rachel Sztajn, p. 111-113.

<sup>98</sup> NEDZEL, Nadia E. A Comparative Study of Good Faith, Fair Dealing, and Precontractual Liability. **Tulane European & Civil Law Forum** 12. 1997, p. 107-108.

Desse jeito, a inserção de cláusulas *pro-sandbagging* nos contratos oriundos da *common law*, em sua grande maioria, não apresenta controvérsia. Prevista a cláusula no instrumento contratual é inquestionável a responsabilidade do vendedor pela falsidade das declarações e garantias, mesmo que o comprador já tivesse o conhecimento dessa falsidade.<sup>99</sup>

No entanto, a jurisprudência norte-americana é incerta quando os contratos de M&A são silentes, ou seja, inexistindo uma cláusula *pro-sandbagging* expressa no contrato, questiona-se se existe ou não responsabilidade por parte do vendedor por violação das declarações e garantias que já eram conhecidas pelo comprador.<sup>100</sup> As decisões divergem territorialmente. Alguns estados, como Delaware, adotam um posicionamento *pro-sandbagging*, enquanto que outros estados, como a Califórnia, adotam um posicionamento *anti-sandbagging*.<sup>101</sup> Sucede que, nesses casos, a fundamentação utilizada para afastar a prática *pro-sandbagging* e retirar a responsabilidade contratual do vendedor, diferentemente do que ocorre no direito brasileiro, não se dá por violação ao princípio da boa-fé.

#### 2.4 FUNÇÃO SOCIAL DO CONTRATO E RELATIVIDADE DOS EFEITOS

Como observado o autorregramento da vontade não é absoluto, visto que se encontra limitado pela ordem pública nos termos do art. 2.035, parágrafo único, do Código Civil. Esse dispositivo abarca o conteúdo da função social do contrato, cláusula geral marcada pela sua flexibilidade adaptativa e pela indeterminação do seu conceito, prevista também no art. 421 do Código Civil ao prever que: “a liberdade contratual será exercida nos limites da função social do contrato”.

A função social do contrato projeta uma diretriz constitucional de solidariedade social, exercendo um papel de previsão de limite externo negativo da liberdade contratual.<sup>102</sup> Os efeitos da função social decorrem do reconhecimento de que o contrato, ainda que ato praticada entre particulares, é um instrumento de organização social e econômica. Nesse sentido, pode-se dizer que a função social, expressamente prevista a partir do Código Civil de 2002, mudou a ótica do

---

<sup>99</sup> OLIVEIRA, Caio Raphael Marotti de. **A Cláusula Pro-Sandbagging (Conhecimento Prévio) em Contratos de Alienação de Participação Acionária**. 2020. Dissertação (Mestrado em direito) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo (USP), São Paulo, p. 70.

<sup>100</sup> CHASE, Daniel L. M&A after Eagle Force: An Economic Analysis of Sandbagging Default Rules. **California Law Review** 108, no. 5, October 2020, p. 1669-1670.

<sup>101</sup> WHITEHEAD, Charles K. Sandbagging: Default Rules and Acquisition Agreements. 2011. **Cornell Law Faculty Publications**. Paper 919, p. 1108-1115.

<sup>102</sup> MARTINS-COSTA, Judith. Reflexões sobre o princípio da função social dos contratos. **Revista Direito GV**, vol.1 n. 1, maio/2005, p. 67.

autorregramento da vontade, que deixa de ser compreendido sob uma ótica liberal-individualista e passa a ser compreendido sob uma perspectiva solidarista e funcional.<sup>103</sup>

Entretanto, o art. 421 não é o único dispositivo que prevê esse limite externo a autonomia privada, como já foi analisado; o próprio art. 187 do Código Civil, assim como os deveres derivados do princípio da boa-fé objetiva (art. 422), também exercem esse papel limitador.<sup>104</sup> Pode-se dizer que a função social aborda a liberdade contratual em seus reflexos sobre a sociedade e, por outro lado, o princípio da boa-fé aborda restritivamente à relação entre os próprios contratantes do negócio.<sup>105</sup> O efeito externo e limitador da função social sobre a autonomia privada, concretiza-se quando, em casos de colisão, prevalecem os interesses e valores comunitários sobre os individuais.<sup>106</sup>

Segundo Calixto Salomão Filho,<sup>107</sup> a *fattispecie* da aplicação do princípio da função social do contrato considera-se caracterizada sempre que o contrato puder afetar interesses institucionais externos. Desta maneira qualquer contrato ou cláusula contratual que atinja interesses institucionais carecem de eficácia nos termos do art. 421, do Código Civil.

No âmbito do *common law*, por sua vez, não existe previsão acerca do princípio da função social do contrato. Os contratos originados dos países *de common law* se aproximam da ótica contratual utilizada no Código Civil de 1916, ou seja, os contratos são interpretados a partir de uma ótica liberal-individualista. Luciano Timm,<sup>108</sup> ao realizar uma análise comparativa entre os sistemas de *civil* e *common law*, afirma que se os contratos internacionais tivessem que ter uma função social essa seria a de instrumentalizar o funcionamento do mercado. Nesse sentido, o juiz Richard Posner, ao julgar o caso *Market Street Associates Limited Partnership v. Frey*, proferiu o seguinte voto: “uma função essencial dos contratos é alocar riscos (das partes) e que ela seria enfraquecida se as cortes alterassem a barganha inicial para redistribuir (ou realocar) os riscos entre as partes”.<sup>109</sup>

<sup>103</sup> BOMFIM, Daniela Santos. **A fundamentação jurídica da oponibilidade dos contratos perante terceiros**. Tese. 2018 (doutorado em direito), Universidade de São Paulo (USP). Orientador: Dr. Prof. Alessandro Hirata, p. 197.

<sup>104</sup> MARTINS-COSTA, Judith. Reflexões sobre o princípio da função social dos contratos. **Revista Direito GV**, vol.1 n. 1, maio/2005, p. 85-86.

<sup>105</sup> THEODORO JR. Humberto. **O contrato e sua função social**. Rio de Janeiro: Forense, 2003, p. 29.

<sup>106</sup> MARTINS-COSTA, Judith. *Op.cit.*, maio/2005, p. 88.

<sup>107</sup> FILHO, Calixto Salomão. Função social do contrato. **Revista dos Tribunais**, 823/67, maio/2004, p. 678-679.

<sup>108</sup> TIMM, Luciano Benetti. Common Law e Contract Law: uma introdução ao direito contratual norte americano. **Revista do Instituto do Direito brasileiro (RIDB)**, vol. 1, 2012, nº. 1. P. 537-538. Disponível em: [http://www.cidp.pt/revistas/ridb/2012/01/2012\\_01\\_0525\\_0572.pdf](http://www.cidp.pt/revistas/ridb/2012/01/2012_01_0525_0572.pdf). Acesso em: 22 de maio de 2021.

<sup>109</sup> *Market Street Associates Limited Partnership v. Frey*, 941 F.2d 588, 1991. Date decided: Aug. 27, 1991. U.S. Court of Appeals for the Seventh Circuit. Disponível em: <https://law.justia.com/cases/federal/appellate-courts/F2/941/588/403036/>. Acesso em: 16 de maio de 2021.

Sendo assim, constata-se que nos países de *common law* a prática *pro-sandbagging* tem uma maior receptividade que no sistema brasileiro de *civil law*, considerando a visão liberal-individual dos contratos e a proteção máxima à barganha das partes.

No entanto, no direito brasileiro não se discute a aplicabilidade da cláusula de *sandbagging* sob o fundamento exclusivo de violação à função social do contrato.<sup>110</sup> O contrato não deixa de cumprir a sua função social pelo simples fato do comprador poder resguardar seus direitos de cobrar pelas contingências que já eram conhecidas contra o vendedor, após o fechamento. A cláusula de *sandbagging*, diante da sua razão de ser, não atinge interesses institucionais, trata-se de um instrumento contratual que tem efeitos interpartes.

Esse entendimento foi reforçado com a edição da Lei Federal n. 13.874 (Lei de liberdade econômica) que inseriu o parágrafo único do art. 421 do Código Civil, ao dispõe que: “nas relações contratuais privadas, prevalecerão o princípio da intervenção mínima e a excepcionalidade da revisão contratual”. Para o estudo da aplicabilidade da cláusula *pro-sandbagging* no direito brasileiro não será discutida a função social do contrato. Os pesquisadores no âmbito do direito<sup>111</sup> que chegaram a questionar a validade da cláusula de *sandbagging* nos contratos empresariais e escrever a respeito do tema, tem por escopo discutir a limitação da referida cláusula em relação ao princípio da boa-fé objetiva, mormente em relação ao dever informacional, sendo esse também o enfoque que será dado ao longo deste trabalho científico.

Outro princípio contratual do direito das obrigações é o princípio da relatividade dos efeitos do contrato, que também não será analisado nesse trabalho científico para fins de aplicabilidade da cláusula *pro-sandbagging*.

De acordo com esse instituto o contrato não aproveita, tampouco prejudica terceiros, sendo comum que o conteúdo contratual produza efeitos exclusivamente *interpartes*.<sup>112</sup> Porém, temos hoje, dada a função social, contratos que fogem a essa regra, ou seja, o contrato não se voltará exclusivamente à satisfação de interesses pessoais, passando a ser possível que terceiros que não atuam como parte do negócio jurídico possam nele influir em razão de serem direta ou

---

<sup>110</sup> GREZZANA, Giacomo. Cláusula de irrelevância da ciência previa do adquirente sobre contingências da sociedade-alvo em alienações de participação societária. **Revista de direito das sociedades e dos valores mobiliários**. Vol. 11. Ed. Almedina. Junho de 2020, p. 115.

<sup>111</sup> Ao mencionar os “pesquisadores no âmbito do direito” trata-se dos especialistas que redigiram artigos científicos, capítulos ou trabalhos acadêmicos acerca do tema das cláusulas de *sandbagging* sob a ótica do direito brasileiro, com destaque para: Daniel Kalansky e Rafael Sanchez, Giacomo Grezzana, Catarina Monteiro Pires, Mariana Pargendler e Caio Marotti, ambas utilizadas como referência para elaboração do presente trabalho científico.

<sup>112</sup> ROPPO, Enzo. **O contrato**. Coimbra: Livraria Almedina, 1988, p. 129-130.

indiretamente atingidos por ele.<sup>113</sup> Embora existam diversos estudos a respeito do tema, este não é objeto de estudo do presente trabalho de monografia, uma vez que o referido princípio não contribuirá para a análise da (in)aplicabilidade das cláusulas de *sandbagging* no direito empresarial brasileiro.

## 2.6 A INFLUÊNCIA DA *COMMON LAW* NOS CONTRATOS DE M&A BRASILEIROS

Como visto acima, a cláusula de *sandbagging* é oriunda do sistema de *common law*, que tem por alicerce princípios como a ampla liberdade de contratar (*freedom of contract*), o *caveat emptor* e a *parol evidence rule*. A importação de cláusulas originadas da *common law* é uma prática comum no âmbito dos contratos de M&A previstas por meio do autorregramento da vontade das partes. Em verdade, os contratos de M&A brasileiros em geral são influenciados pela praticada jurídica dos países da *common law*, o que demanda adaptações desses mecanismos ao direito brasileiro.

Segundo Luciano Timm, em análise comparativa aos dois principais sistemas, concluiu que os contratos e as normas jurídicas norte-americanas são utilizados como paradigma para os contratos de M&A brasileiro, porque foram criadas para atender a um mercado mais complexo e diversificado. A adoção de modelos jurídicos advindos da *common law* importa em um direito contratual menos dogmático e mais voltado às necessidades de uma sociedade estruturada em regime de mercado.<sup>114</sup> Pode-se dizer que o principal motivo que leva as partes a pactuarem essas cláusulas é a busca por instrumentos de alocação de riscos que facilitam e visam dar o máximo de completude aos contratos de M&A e segurança jurídica as condições adotadas pelas partes sofisticadas.

Somando-se a isso, outra justificativa para adoção dessas cláusulas seria a presença de sociedades estrangeiras como parte dessas relações contratuais, de modo que o contratante acaba por querer refletir sua metodologia negocial nos contratos em que atua.<sup>115</sup>

---

<sup>113</sup> MELO, Diogo Leonardo Machado de. Princípios do Direito Contratual: autonomia privada, relatividade, força obrigatória e consensualismo. In: LOTUFO, Renan; NANNI, Giovanni Ettore (Coord.). **Teoria Geral dos contratos**. São Paulo: Atlas, 2011, p. 94.

<sup>114</sup> TIMM, Luciano Benetti. Common Law e Contract Law: uma introdução ao direito contratual norte americano. **Revista do Instituto do Direito brasileiro (RIDB)**, vol. 1, 2012, nº. 1, p. 529. Disponível em: [http://www.cidp.pt/revistas/ridb/2012/01/2012\\_01\\_0525\\_0572.pdf](http://www.cidp.pt/revistas/ridb/2012/01/2012_01_0525_0572.pdf). Acesso em: 22 de maio de 2021.

<sup>115</sup> ZALAF, Henrique Schmidt. **Necessidade de utilização de institutos estrangeiros em contratos de M&A**. Junho de 2020. Disponível em: <http://claudiozalaf.com.br/nsite/wp-content/uploads/2020/06/Necessidade-de-utilizacao-de-institutos-estrangeiros-em-contratos-de-MA.pdf>. Acesso em: 21 de junho de 2021.

A utilização da prática jurídica da *common law* nos contratos brasileiros é constantemente observada, desde a utilização de cláusulas importadas e inseridas em contratos empresariais, como as cláusulas de *sandbagging*, *representations and warranties*, *best knowledge of the seller*, *soly remedy*, *entire agreement*, *non-reliance*, dentre outras, até a forma de negociação e execução desses contratos. Embora o escopo desse trabalho seja exclusivamente a aplicabilidade das cláusulas de *sandbagging*, são diversos os estudos existentes a respeito da atuação dessas cláusulas no sistema de *civil law*<sup>116</sup> e que servem também para a compreensão da *sandbagging*, inclusive, porque esses modelos contratuais podem estar previstos dentro de um único contrato, o qual será necessário a interpretação sistemática todos esses instrumentos.

A adoção desses instrumentos através do direito comparado permite que o direito civil brasileiro acompanhe a complexidade e o paradigma sobre o qual permeiam os contratos de M&A. Isso porque o Código Civil Brasileiro de 2002 adotou um paradigma denominado sistema aberto ou dito do juiz, que se caracteriza pela utilização de conceitos jurídicos indeterminados e cláusulas gerais que dão ao juiz maior liberdade de decisão. Ocorre que, segundo Antônio Junqueira de Azevedo, ao analisar o projeto do Código Civil, já dizia que esse paradigma dito do juiz não se conformava mais com o mundo atual. O paradigma que, inicialmente, no século IX, era da lei, em que o juiz atuava como um mero aplicador da letra da lei, passou, no século XX, a ser do juiz e, atualmente, no século XXI, seria o da solução rápida do caso concreto, visando a intervenção mínima do Estado, devendo o juiz exercer a sua vocação apenas quando existir um “conflito real”, ou seja, um caso complexo que exija o exercício da ponderação.<sup>117</sup>

Nesse sentido, a Lei de Liberdade Econômica (Lei n. 13.874) publicada em 20 de setembro de 2019, cumpriu o papel de inserir dispositivos ao Código Civil que comporte a adoção desse novo paradigma de intervenção mínima e prevalência da autonomia privada, aproximando, de certa forma, o direito privado brasileiro do direito norte-americano, muito embora ainda com grandes distinções, como as previsões de cláusulas gerais e conceitos indeterminados.<sup>118</sup>

A adoção de instrumentos contratuais advindos da *common law*, principalmente dos contratos norte-americanos, visa moldar os contratos de M&A brasileiros para essa perspectiva de mercado globalizado, valendo-se da extensa prática jurídica da *common law* para a formação

---

<sup>116</sup> Dentre esses estudos, a Prof. Catarina Monteiro Pires, analisa cada uma dessas cláusulas, de forma resumida, no seu Livro “Aquisição de Empresas e de Participações Acionista”, p. 77-81.

<sup>117</sup> AZEVEDO. Antônio Junqueira de. **Estudos e Pareceres de Direito Privado**. São Paulo: Saraiva, 2004, p. 148 e 156.

<sup>118</sup> TIMM, Luciano Benetti. Common Law e Contract Law: uma introdução ao direito contratual norte americano. **Revista do Instituto do Direito brasileiro (RIDB)**, vol. 1, 2012, nº. 1, p. 538. Disponível em: [http://www.cidp.pt/revistas/ridb/2012/01/2012\\_01\\_0525\\_0572.pdf](http://www.cidp.pt/revistas/ridb/2012/01/2012_01_0525_0572.pdf). Acesso em: 22 de maio de 2021.

de “grandes contratos”, ou seja, instrumentos completos e autônomos, utilizando-se as normas do Código Civil apenas de forma subsidiária quando o instrumento particular for omissivo. É por essa razão que o estudo preliminar sobre os princípios que regem os contratos da *common law* se faz tão importante, a fim de aferir a compatibilidade, harmonização ou tensão entre os mecanismos transplantados da *common law* e o direito brasileiro.

Sucedem que as importações desses instrumentos acabam sendo inseridas nos contratos brasileiros sem a devida adaptação ao ordenamento jurídico em que está sendo posto.<sup>119</sup> Segundo Constatinesco, o método comparativo deve ser dividido em três etapas: conhecimento, compreensão e comparação.<sup>120</sup>

As partes do negócio jurídico e os seus assessores legais, ao optar por inserir uma cláusula originada da prática norte-americana, devem: (i) ter profundo conhecimento do ordenamento jurídico sob o qual o modelo contratual foi desenvolvido; (ii) ter o completo entendimento da função de tal estrutura naquele ordenamento; (iii) proceder a uma comparação daquele ordenamento com o ordenamento jurídico no qual se encontra a lei que se aplicará ao contrato; e (iv) excluir ou adequar as cláusulas desenvolvidas sob medida para o sistema da *common law* que não funcionariam da mesma forma no sistema da lei brasileira.<sup>121</sup> Essas cláusulas acabam sendo inseridas sem a realização de método comparativo, razão pela qual diversas controvérsias a respeito da aplicabilidade e compatibilidade dessas cláusulas surgem ao longo da execução desses contratos.

Nada obstante, fato é que, com exceção das áreas do direito fortemente reguladas por envolverem a proteção de atores hipossuficientes (como o direito do consumidor e o direito do trabalho, por exemplo), nos contratos empresariais e, mais especificamente, nos contratos de M&A, a autonomia privada desempenha papel predominante, de modo que a utilização de modelos contratuais projetados sob os preceitos da *common law*, será, de um modo geral, compatível com a lei brasileira desde que adaptados às suas normas. Isso significa que esses instrumentos transplantados necessariamente sofrerão interferência dos princípios soberanos previstos no direito contratual brasileiro e poderão ser aplicados de forma diversa daquele

---

<sup>119</sup> PONTES, Evandro F. de. **Representations and Warranties no Direito brasileiro**. 1ª ed. São Paulo: Almedina, 2014, p. 53.

<sup>120</sup> CONSTANTINESCO, Léontin-Jean. **II método comparativo**. Torino: G. Giappichelli Editore, 2000 *apud* TEPEDINO, Gustavo. Novos princípios contratuais e teoria da confiança: a exegese da cláusula *to the best knowledge of the sellers*. **Revista dos Tribunais**, Vol. 2: Nov/2011, p. 6.

<sup>121</sup> CORDERO-MOSS, G. **Boilerplate Clauses, International Commercial Contracts and the Applicable Law**. New York: Cambridge, 2011, p. 9-10.

previsto e querido pelas partes.<sup>122</sup> Tal fato, inclusive, traz grandes inseguranças jurídicas aos agentes do mercado.<sup>123</sup> É por essa razão que o objeto de pesquisa do presente trabalho consiste em como a cláusula de *sandbagging* será interpretada e aplicada à luz do Código Civil Brasileiro na hipótese de conflito entre os contratantes, tendo em vista a manifesta insegurança jurídica acerca do tema.

---

<sup>122</sup> SABADIN, Mariana Guerra. **Autonomia privada e licença para mentir – uma investigação sobre a possibilidade de limitação contratual da responsabilidade por dolo**. 2015. Dissertação (Mestrado em direito) – Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas. Orientadora: Prof. Mariana Pargendler, p. 14-15. Disponível em: <http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/14296?show=full>. Acesso em 01 de junho de 2021.

<sup>123</sup> PONTES, E. F. de. **Representations and Warranties no Direito brasileiro**. 1a ed. São Paulo: Almedina, 2014, p. 10-11.

### 3 CONTRATO E ALOCAÇÃO DE RISCO

Ultrapassada a análise acerca da incidência dos princípios contratuais nas relações empresariais do *civil law* e a compatibilidade com as normas contratuais da *common law*, passamos, neste capítulo, para a análise específica dos contratos de M&A submetidos ao sistema do *civil law*, mais especificamente, à jurisdição brasileira, em que as cláusulas de *sandbagging* se destinam.

A relevância dessa etapa do trabalho consiste em conhecer os principais elementos dos contratos de M&A, bem como as demais cláusulas contratuais que apresentam uma relação direta com a cláusula de *sandbagging*, sendo essas: a cláusula de declarações e garantias e a cláusula de indenização. A definição do regime jurídico desses instrumentos contratuais são imprescindíveis para a análise das consequências jurídicas advindas da cláusula *pro-sandbagging*. Assim, para analisar a aplicabilidade da mencionada cláusula no sistema brasileiro, é necessário interpretar, de forma sistemática, todo o contexto contratual em que está inserida.

#### 3.1 CONTRATOS EXISTENCIAIS VS. CONTRATOS DE LUCRO

A diferenciação entre contratos existenciais e contratos de lucro, dicotomia contratual desenvolvida por Antônio Junqueira de Azevedo, se faz valiosa para a compreensão inicial acerca da atuação dos contratos de M&A no sistema brasileiro. Segundo o autor, essas duas categorias contratuais não devem ser tratadas de maneira idêntica na vida prática.<sup>124</sup>

Os contratos existenciais são aqueles em que, basicamente, tem como uma das partes, ou ambas, pessoas naturais que visam a sua subsistência. Nesses casos, conforme tratado no capítulo anterior, haverá uma maior densidade na aplicação dos denominados princípios sociais do contrato quando cotejados com a autonomia privada, tido como exemplo os contratos de consumo e trabalhistas.<sup>125</sup> Para o autor: “as pessoas naturais não são "descartáveis" e os juízes

---

<sup>124</sup> AZEVEDO, Antônio Junqueira de. **Novos Estudos e Pareceres de Direito Privado**. São Paulo: Saraiva. 2009, 1ª ed., p. 600.

<sup>125</sup> MORSELLO, Marco Fábio. Contratos existenciais e de lucro. Análise sob a ótica dos princípios contratuais contemporâneos. In: LOTUFO, Renan; NANNI, Giovanni Ettore; MARTINS, Fernando Rodrigues (Coord.). **Temas Relevantes do Direito Civil Contemporâneo**. São Paulo: ATLAS, 2012, p. 293.

têm que atender às suas necessidades fundamentais; de forma que as cláusulas contratuais que prejudiquem esses bens podem ser desconsideradas”.<sup>126</sup>

Já os contratos de lucro são aqueles entre empresas ou entre profissionais experientes. De acordo com o Professor Junqueira: “No caso desses contratos de lucro, a interferência dos juízes perturba o funcionamento do mercado ou o exercício das profissões; de modo que o princípio *pacta sunt servanda* tem que ter aí maior força”.<sup>127</sup> Acrescenta o autor que, se essas pessoas são incompetentes, devem ser expulsas do mercado. Os contratos de lucro, portanto, seria a categoria na qual os contratos de alienação de participação societária seriam uma das principais espécies.

Essa modalidade contratual caracteriza-se pela atipicidade e informalismo. Segundo Judith Martins-Costa esses contratos sofrem o influxo de modelos jurídicos advindos da prática internacional, bem como são impactados pela mobilidade e dinamismo estrutural do mercado.<sup>128</sup> As partes contratantes, no uso da ferramenta da autonomia privada, pactuam e fixam um regime jurídico contratual autônomo e alternativo. Isso significa que, sempre que o contrato estabelecer uma “regulação contratual”, desde que dentro dos limites da lei, os tribunais devem aplicar o regime contratual e, apenas diante de lacunas e omissões, é que haverá de “conjuguar as disposições contratuais com o regime legal do código civil”.<sup>129</sup> Assim, diante de um litígio empresarial, é preciso que o julgador tenha sempre em mãos o instrumento contratual aberto e o código civil semiaberto.

O tratamento diferenciado entre os contratos de lucro para os existenciais consiste na presunção de que as partes, por serem agentes econômicos, devidamente auxiliados por assessores jurídicos e financeiros, de forma prudente e sensata, avaliaram os riscos da operação.<sup>130</sup> Dessa forma, ao pactuar uma cláusula *pro-sandbagging*, presume-se que o vendedor teve a oportunidade de rever o preço do contrato com a disposição *pro-sandbagging*, bem como conhecer de antemão que responderia até mesmo pelas contingências que já eram conhecidas pelo comprador. O sistema supõe que, nesse momento, o vendedor entendeu que o contrato ser-

---

<sup>126</sup> AZEVEDO, Antônio Junqueira de. **Novos Estudos e Pareceres de Direito Privado**. São Paulo: Saraiva. 2009, 1ª ed., p. 600.

<sup>127</sup> *Ibidem*, *loc.cit.*

<sup>128</sup> MARTINS-COSTA, Judith. **A boa-fé no direito privado: critérios para a sua aplicação**. São Paulo: Saraiva educação. 2ª edição. 2018, p. 306-307.

<sup>129</sup> PIRES, Catarina Monteiro. **Aquisição de Empresas e de Participações Acionistas: problemas e litígios**. Coimbra: Almedina, 2018, p. 14.

<sup>130</sup> FORGIONI, Paula A. **Contratos empresariais: teoria geral e aplicação**, 5 ed. São Paulo: Thomson Reuters, 2020, p. 123.

lhe-ia vantajoso, contudo, se essa expectativa vir a ser frustrada, trata-se, unicamente, do risco do negócio.

Outra característica dessa modalidade contratual é a previsibilidade e credibilidade. No âmbito do mercado, a regularidade e a reiteração de certos comportamentos permite um cálculo sobre o futuro, assim ambos os empresários planejam sua “jogada” esperando que outro haja de acordo com um determinado padrão de mercado. É por essa razão que, a interferência do poder judiciário nos termos pactuados, sacrifica a segurança e a previsibilidade jurídica desses contratos.<sup>131</sup> Em prestígio a essa perspectiva, o art. 421-A, II da Lei n. 13.874/2019 dispôs que “a alocação de riscos definida pelas partes deve ser respeitada e observada”.

Para a análise das cláusulas de *sandbagging*, objeto do presente estudo, analisaremos os contratos de lucro que apresentam um sistema autônomo de declarações e garantias, ou seja, consta no instrumento contratual toda a sistemática relacionada às cláusulas de declarações e garantias, como as consequências decorrentes do descumprimento, prazo de sobrevivência, procedimentos de indenização, etc.<sup>132</sup>

### 3.2 CONTRATO COMO INSTRUMENTO DE ALOCAÇÃO DE RISCOS

Conceituada a modalidade dos contratos de lucro, cumpre agora analisar a funcionalidade desses como verdadeiros instrumentos de alocação de riscos para as partes contratantes. Para que seja feita uma análise a respeito da aplicação da cláusula de *sandbagging* no âmbito dos contratos empresariais, é, antes de tudo, imprescindível entender como esses contratos operam e, a partir disso, como a cláusula precisa ser interpretada. Segundo Paula Forgioni: “se as partes não contratam meramente pelo prazer de trocar declarações de vontade, o contrato é concebido com uma função (função econômica) e a interpretação da avença deve levar à sua consecução.”<sup>133</sup>

---

<sup>131</sup> FORGIONI, Paula A. **Contratos empresariais: teoria geral e aplicação**, 5 ed. São Paulo: Thomson Reuters, 2020, p. 122.

<sup>132</sup> OLIVEIRA, Caio Raphael Marotti de. **A Cláusula Pro-Sandbagging (Conhecimento Prévio) em Contratos de Alienação de Participação Acionária**. 2020. Dissertação (Mestrado em direito) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo (USP), São Paulo, p. 33.

<sup>133</sup> FORGIONI, Paula A. Apontamentos sobre algumas regras de interpretação dos contratos comerciais: Pothier, Cairu e Código Comercial de 1850. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, n. 141, jan./mar. 2006, p. 37-38.

O contrato empresarial é o resultado final de um processo dinâmico de negociações que busca levar em consideração todas as imponderabilidades da transação negocial.<sup>134</sup> Nesse sentido, conforme Wanderley Fernandes, as partes contratantes não podem ter controle sobre a ocorrência de eventos futuros, motivo pelo qual resta atuar sobre os seus efeitos, alocando-os entre as partes e definindo os danos ressarcíveis ou não, bem como estabelecendo limites ou prefixando o valor da reparação.<sup>135</sup>

Acerca da assunção de riscos, por mais engenhoso e prudente que seja o empresário, em uma transação de negócios não é possível ter seguro de lucro, a não ser que a parte celebre um acordo expresso para isso. Dessa maneira, ao adentrar em uma relação de negócios, o empresário assume riscos que podem ser caracterizados de dois tipos: os riscos que decorrem da economia da transação e aqueles que resultam da ignorância sobre fatos econômicos significativos e da incapacidade de averiguá-los com precisão.<sup>136</sup>

Por outro lado, da mesma forma em que cabem as partes alocarem os riscos, é possível, principalmente no sistema brasileiro onde a atuação do poder judiciário é mais ativa, a desalocação de riscos, essa que gera insegurança jurídica para os agentes econômicos e frustram suas expectativas quanto as avaliações eficientes de alocação de riscos. Essa situação jurídica ocorre quando um empresário suporta risco que não assumiu, simultaneamente à liberação, pelo juiz, de outro empresário de suportar risco que havia assumido.<sup>137</sup>

Assim, para o direito empresarial, é conferida a segurança jurídica “quando se pode, de modo geral, nutrir a racional expectativa de que o Poder Judiciário irá efetivar a alocação dos riscos segundo o prescrito na lei ou previsto nos contratos, esta previsibilidade das decisões judiciais torna o ambiente de negócios juridicamente seguro”.<sup>138</sup>

No caso das cláusulas de *sandbagging*, a segurança jurídica quanto a esse modelo de alocação de riscos precisa ser conferida por diversas razões. Primeiro, porque assim como toda alocação de risco, ao inserir uma cláusula *pro-sandbagging*, o vendedor, via de regra, poderá rever o

---

<sup>134</sup> SABADIN, Mariana Guerra. **Autonomia privada e licença para mentir – uma investigação sobre a possibilidade de limitação contratual da responsabilidade por dolo**. 2015. Dissertação (Mestrado em direito) – Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas. Orientadora: Prof. Mariana Pargendler, p. 78. Disponível em: <http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/14296?show=full>. Acesso em 01 de junho de 2021.

<sup>135</sup> FERNANDES, W. **Cláusulas de Exoneração e de Limitação de Responsabilidade**. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 88.

<sup>136</sup> HARPER, Fowler V.; MCNELLY, Mary Coate. A Synthesis of the Law of Misrepresentation, **Minnesota Law Review**, v. XXII, n. 7, June/1938, p. 941.

<sup>137</sup> COELHO, Fábio Ulhôa. A alocação de riscos e a segurança jurídica na proteção do investimento privado. **Revista de Direito Brasileira**, São Paulo, v. 16, n. 6, jan./abr. 2017, p. 296.

<sup>138</sup> *Ibidem*, p. 296-297.

quanto disposto nas suas obrigações indenizatórias contratuais e quanto ao escopo das perdas indenizáveis previstas no contrato com o objetivo de estreitar seu campo de responsabilidades pela desconformidade das declarações e garantias após o fechamento. Segundo, ao incluir uma cláusula *pro-sandbagging*, haverá custos contratuais a serem assumidos para ambas as partes.<sup>139</sup> Terceiro, o alienante terá tido a oportunidade de rever o preço do contrato com a disposição *pro-sandbagging* e saberá de antemão que vai responder até mesmo pela contingência já era do conhecimento do comprador.<sup>140</sup>

### 3.3 DUE DILIGENCE

No âmbito dos contratos de alienação de participação societária, é comum a realização de *due diligence*. Esse processo tem relação direta com as alocações de riscos previstas no contrato, em especial as cláusulas de declarações e garantias e a cláusula de *sandbagging*.

Nas palavras de José Engrácia Antunes, a *due diligence* designa “a operação complexa e pré-contratual de exame da empresa negociada, levada a cabo pelo comprador, que visa recolher uma informação exaustiva sobre os mais variados aspectos organizativos, técnicos, patrimoniais, contabilísticos da empresa negociada”.<sup>141</sup>

O comprador utiliza a *due diligence* para validar suposições acerca da *valuation* da sociedade, cabendo a este identificar e confirmar as fontes de valor e sinergia, bem como investigar potenciais falhas que possam reduzir o valor da sociedade.<sup>142</sup> Ressalta-se que, embora a *due diligence* seja comumente realizada em momento anterior ao fechamento do contrato (*preliminary due diligence*), também pode ocorrer de forma posterior, para esses últimos casos cabem as partes estabelecer um mecanismo de ajuste de preço pós-fechamento.<sup>143</sup>

<sup>139</sup> SHADDEN, Stacey. How to sandbag your opponent in the unsuspecting word of high stakes acquisitions. *Creighton law review*, v. 47, 2014, p. 462.

<sup>140</sup> GREZZANA, Giacomo. Cláusula de irrelevância da ciência previa do adquirente sobre contingências da sociedade-alvo em alienações de participação societária. *Revista de direito das sociedades e dos valores mobiliários*. Vol. 11. Ed. Almedina. Junho de 2020, p. 122.

<sup>141</sup> ANTUNES, José Engrácia. A empresa como objeto de negócios - "Asset Deals" versus "Share Deals". *Revista Ordem dos Advogados (ROA)*, 2008, p. 753.

<sup>142</sup> DEPAMPHILIS, Donald M. *Mergers, acquisitions, and other restructuring activities: an integrated approach to process, tools, cases, and solutions*. EUA: Elsevier, 17ª ed., 2013. p. 182 *apud* CITOLINO, Carolina Bosso. *Indenização pelo Descumprimento da Cláusula de Declarações e Garantias no Brasil*. 2013. Monografia (Pós-Graduação em Direito) – Insper, São Paulo. Orientador: André Antunes Soares de Camargo, p. 41.

<sup>143</sup> PIRES, Catarina Monteiro. *Aquisição de Empresas e de Participações Acionistas: problemas e litígios*. Coimbra: Almedina, 2018, p. 32.

De acordo com Catarina Monteiro Pires, são quatro as principais funções da auditoria: (i) identificar circunstâncias e riscos que poderão influenciar na decisão de comprar; (ii) apurar circunstâncias e riscos que poderão ser objeto de declarações e garantias; (iii) verificar ou clarificar vicissitudes relevantes para a formação do preço da venda da empresa; e (iv) permitir um “retrato” da sociedade alienada, relevante no futuro para efeitos probatórios.<sup>144</sup>

Assim, os resultados obtidos na *due diligence* podem ensejar a desistência da negociação por parte do comprador, a pactuação de declarações e garantias como forma de alocação de riscos, ou ainda o ajuste no preço da operação. De acordo com Arnaldo Wald:

Caso se verifique, ao final da *due diligence*, incongruências entre as informações divulgadas a priori pelo vendedor e a real situação da empresa objeto da negociação, em benefício de qualquer das partes, é comum que estas optem por incluir certas declarações e garantias no contrato, com vistas a realocar os riscos, delimitando os direitos e obrigações transferidos.<sup>145</sup>

Via de regra, as partes não são obrigadas a realizar a auditoria prévia, tal processo não é um dever do comprador, tampouco do vendedor, podendo ser descartada essa etapa pré-contratual ou limitada à determinadas áreas.<sup>146</sup>

Em verdade, a *due diligence* é fruto do ônus de se informar do comprador, uma vez que, quando realizada corretamente, este fica em uma posição mais segura e mais informado acerca da sociedade-alvo objeto da negociação.<sup>147</sup> Sucede que, nem sempre as partes terão disponibilidade de fazê-la, seja por falta de tempo, falta de recursos financeiros ou ainda porque, em comum acordo, manifestaram vontade nesse sentido. Nessas hipóteses específicas, maior relevância será dada ao sistema de declarações e garantias do contrato.<sup>148</sup>

Nesse sentido, tratando da relação entre a *due diligence* e a cláusula de declarações e garantias, constata-se que, quando aquela é feita de maneira perfunctória, pelos motivos já indicados, a veracidade das informações previstas nas cláusulas de declarações e garantias receberão, a partir dos elementos do caso concreto, maior destaque e relevância.

Segundo Giacomo Grezzana, quando as declarações e garantias exercem uma função informativa, essas podem ser utilizadas como substituto para a auditoria quando, em sua

---

<sup>144</sup> PIRES, Catarina Monteiro. **Aquisição de Empresas e de Participações Acionistas: problemas e litígios.** Coimbra: Almedina, 2018, p. 33.

<sup>145</sup> WALD, Arnaldo; MORAES, Luiza Rangel de; WAISBERG, Ivo. Fusões, incorporações e aquisições – aspectos societários, contratuais e regulatórios. In: WARDE JR., Walfrido Jorge (Coord.). **Fusão, Cisão, Incorporação e Temas Correlatos.** São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 55.

<sup>146</sup> PIRES, Catarina Monteiro. *Op.cit.*, 2018, p. 37.

<sup>147</sup> *Ibidem*, p. 33.

<sup>148</sup> TEPEDINO, Gustavo. Novos princípios contratuais e teoria da confiança: a exegese da cláusula *to the best knowledge of the sellers*. **Revista dos Tribunais**, Vol. 2, Nov/2011, p. 12.

perspectiva de custo-benefício, a informação não puder ser obtida ou confirmada de modo eficiente.<sup>149</sup>

Sobre o assunto, destaca o que foi dito por Gustavo Tepedino:

O cotejo entre diligência e garantia não pode ser interpretado de maneira abstrata ou, pior ainda, de modo a que um dos conceitos anule o outro, considerando que ambos constam do mesmo tecido contratual. Ao revés, a definição dos contornos dos deveres de diligência e garantia dependerá do caso concreto, de modo a harmonizá-los de acordo com o contexto negocial.<sup>150</sup>

Entretanto, se a *due diligence* foi realizada, com dispêndio de recursos e tempo razoável, mas a compradora, mediante erro grosseiro, não verificou determinada informação que poderia ter sido conhecida se atuasse de forma devida, o comprador não terá direito aos remédios contratuais advindos da desconformidade das declarações e garantias, salvo se houver uma garantia expressa.<sup>151</sup>

Nesse mesmo sentido, segundo Gustavo Tepedino, ao atribuir ao adquirente o ônus de examinar cuidadosamente a documentação relativa ao negócio, este terá que assumir, em consequência de tal inspeção, os ônus dos vícios aparentes que caracterizam o objeto da coisa vendida.<sup>152</sup>

Em resumo ao entendimento dos doutrinadores Catarina Monteiro e Gustavo Tepedino, a *due diligence* é um processo benéfico para o comprador, porém também pode vir a constituir uma desvantagem quando feito indevidamente. Se as partes acordam não realizar a auditória, o conteúdo das declarações e garantias será imprescindível para o comprador, pois esse não terá tido a oportunidade de investigar, através de diligência própria, os ativos e passivos da sociedade-alvo, confiando exclusivamente nas informações prestadas pelo vendedor (tais contornos serão delimitados a partir do caso concreto).

Por outro lado, se o comprador fez a *due diligence*, realizou a inspeção e constatou (ou poderia ter constatado) a existência de contingências que tornam as declarações e garantias falsas, mantendo-se silente, não haverá, nesses casos, responsabilidade contratual do vendedor, salvo se existente garantia expressa. Em outras palavras, salvo se prevista uma cláusula *pro-sandbagging*.

---

<sup>149</sup> GREZZANA, Giacomo. **A cláusula de declarações e garantias em alienações de participações societárias**. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 76.

<sup>150</sup> TEPEDINO, Gustavo. Novos princípios contratuais e teoria da confiança: a exegese da cláusula *to the best knowledge of the sellers*. **Revista dos Tribunais**, Vol. 2: Nov/2011, p. 12.

<sup>151</sup> PIRES, Catarina Monteiro. **Aquisição de Empresas e de Participações Acionistas: problemas e litígios**. Coimbra: Almedina, 2018, p. 40.

<sup>152</sup> Ao tratar do tema, o autor não faz qualquer referência as cláusulas de *sandbagging*, de modo que não analisa a situação do comprador nessas hipóteses (TEPEDINO, Gustavo. *Op.cit*: Nov/2011, p. 11).

Evidente, portanto, que quando pactuada a cláusula *pro-sandbagging*, as informações descobertas pelo comprador na fase de *due diligence*, via de regra, não serão consideradas relevantes para afastar as responsabilidades contratuais do vendedor. Diante desse cenário basta que exista uma cláusula de declarações e garantias e que esta não esteja em conformidade com a realidade para que o comprador tenha direito aos remédios contratuais.

Ademais, quanto maior o prazo da *due diligence* estipulada pelas partes, maior será a definição da partícula da cláusula de *sandbagging* que trata do “Conhecimento” do comprador. Ou seja, se o comprador teve mais tempo de procurar por informações da companhia, maior será o seu conhecimento sobre esta e, portanto, maiores as chances do comprador conhecer sobre alguma desconformidade existente nas cláusulas de declarações e garantias prestadas pelo vendedor.<sup>153</sup>

### 3.4 CLÁUSULA DE DECLARAÇÕES E GARANTIAS

O estudo acerca das cláusulas de declarações e garantias e a definição do seu regime jurídico são imprescindíveis para a análise da aplicabilidade das cláusulas de *sandbagging* nos contratos empresariais.

A despeito da relevância inquestionável do tema, o objetivo deste subtópico é examinar, exclusivamente, as cláusulas de declarações e garantias como uma obrigação de garantia ou como suporte fático de alguma consequência contratual, considerando que as cláusula *pro-sandbagging* apenas produzem efeitos sobre os remédios advindos da desconformidade dessa cláusula quando essa exerce uma função assecuratória.<sup>154</sup>

Segundo Arnoldo Wald, as cláusulas de declarações e garantias (*representations and warranties*) prestam informações relativas à identidade e a situação da empresa cujas partes estão alienando naquele momento, no que concerne: aos seus ativos e passivos, à exatidão de seus registros contábeis e financeiros, à situação trabalhista e fiscal, dentre outros. Tais

---

<sup>153</sup> KALANSKY, Daniel; PIRES, Catarina Monteiro; MUNIZ, Joaquim de Paiva; NUNES, Thiago Marinho; PELA, Juliana Krueger. **Arbitragem, M&A e Cláusula Sandbagging**. Webinar CIArb Brazil Branch, set. 2020. Disponível em: [https://www.youtube.com/watch?v=9WyqHT9\\_7cI](https://www.youtube.com/watch?v=9WyqHT9_7cI). Acesso em 05 de julho de 2021.

<sup>154</sup> OLIVEIRA, Caio Raphael Marotti de. **A Cláusula Pro-Sandbagging (Conhecimento Prévio) em Contratos de Alienação de Participação Acionária**. 2020. Dissertação (Mestrado em direito) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo (USP), São Paulo. Orientador: Prof. Dra. Juliana Krueger Pela, p. 72.

informações que definem as qualificações da sociedade-alvo, influem diretamente no preço que será pago por esta.<sup>155</sup>

Trata-se de uma espécie de “fotografia dos ativos, dos bens, e do estado em que se encontra a empresa”, a partir disso as partes concordam em documentar essas informações e precificá-las no contrato de compra e venda.<sup>156</sup>

Cumpra fazer uma breve diferenciação entre a declaração e a garantia, muito embora essas sejam dispostas de forma conjunta no contrato. Na perspectiva do direito brasileiro, a declaração é como “uma revelação do testemunho quanto ao estado de um objeto, de uma situação de fato ou de direito, sua descrição e qualificação”, essa tem uma função conformadora da vontade negocial. Já a garantia serve para assegurar a declaração prestada.<sup>157</sup> Em outras palavras, existe uma obrigação de natureza contratual de indenizar caso os fatos afirmados se provem incorretos.<sup>158</sup>

Segundo Mariana Pargendler e Carlos Portugal, quanto as garantias (*warranties*), eventual indenização deve buscar colocar a parte lesada na situação em que estaria se a qualidade garantida fosse verdadeira.<sup>159</sup> Acrescenta os autores que o modelo contratual de declarações e garantias, no direito brasileiro, visa minimizar a assimetria informacional entre vendedor (que, normalmente, sabe mais) e comprador (que, normalmente, sabe muito menos) sobre as qualificações da sociedade-alvo, além de alocar riscos contratuais.<sup>160</sup>

Na *common law*, as *representations and warranties* também são analisadas de forma conjunta, apesar de que a reclamação contra a falsidade de uma declaração (*misrepresentation*) é distinta de uma reclamação contra a falsidade de uma garantia (*breach of warranty*), considerando que aquela gera uma responsabilidade extracontratual (*tort law*), enquanto que essa gera uma responsabilidade contratual (*contract law*).<sup>161</sup> O conceito de *representation* e *warranty* não

---

<sup>155</sup> WALD, Arnaldo. Dolo Acidental do Vendedor e Violação das Garantias Prestadas. **Revista dos Tribunais**. Vol. 949, Novembro/2014, p. 2-3.

<sup>156</sup> KRAIEM, Rubén. Leaving Money on the table: contract practice in a low-trust environment. **Columbia Journal of Transnational Law**, vol. 42, 2004, p. 724 *apud* BENETTI, Giovana. **Dolo no Direito Civil: uma análise da omissão de informações**. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 139.

<sup>157</sup> MENDES-MEDEIROS, Mariana. **Cláusulas de declarações e garantias: nos contratos internacionais de aquisição de empresas ou ativos**. 2006. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2006, p. 170-171.

<sup>158</sup> PARGENDLER, Mariana; GOUVÊA, Carlos Portugal. As Diferenças entre Declarações e Garantias e os Efeitos do Conhecimento. **FGV Direito SP Research Paper Series N. Forthcoming**, p. 17. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3668391>. Acesso em 12 de junho de 2021.

<sup>159</sup> *Ibidem, loc.cit.*

<sup>160</sup> *Ibidem*, p. 27-28.

<sup>161</sup> WEST, Glenn D.; SHAH, Kim H. Debunking the Myth of the Sandbagging Buyer: When Sellers Ask Buyers to Agree to Anti-Sandbagging Clauses, Who Is Sandbagging Whom? **The M&A Lawyer**. January 2007. Volume 11. Issue 1, p. 5.

diverge do conceito dado para as declarações e garantias. Trata-se de declarações detalhadas prestadas pelo vendedor e, em muito menor grau, pelo comprador, sobre os fatos do negócio jurídico. Nesta cláusula o vendedor, normalmente, garante a precisão de declarações financeiras, tributárias, ausência de passivos, ausência de litígios existentes ou ameaçados, etc. Após essas declarações, pinta-se uma imagem detalhada do capital a ser adquirido.<sup>162</sup> Analisaremos dentro desse tópico a cláusula de declarações e garantias como uma obrigação de garantia, de modo que em caso de desconformidade, dará origem ao que é compatível com a *breach of warranty* na *common law*.

Verifica-se, portanto, que as cláusulas de declarações e garantias reportam fatos passados, presentes e futuros sobre a sociedade-alvo, fatos esses que foram destacados pelas partes como relevantes para a formação do negócio jurídico.<sup>163</sup>

Entretanto, se em data posterior à assinatura do contrato, for constatada que essas informações são falsas, caberá àquele que prestou a declaração arcar com as consequências jurídicas dessa falsidade. Diante desse contexto, Giacomo Grezzana diferencia dois diferentes momentos: (i) o fato gerador e (ii) o fato revelador da falsidade das declarações e garantias. Essas denominações ajudam-nos a entender a relevância quanto ao momento em que a inveracidade da informação é descoberta.<sup>164</sup>

O fato gerador consiste no evento que torna o conteúdo das declarações e garantias falso, via de regra, esse fato gerador ocorre antes da formação do contrato de alienação de participação societária. Já o fato revelador consiste no evento que traz à tona o conhecimento sobre a falsidade, ou seja, o fato revelador é o momento em que o comprador toma ciência do fato gerador, que demonstra que a informação garantida pelo vendedor não era verdadeira. Sendo assim, quando o fato revelador é descoberto pelo comprador aciona-se o direito as consequências jurídicas decorrente dessa desconformidade.

Ressalta-se que a prestação das cláusulas de declarações e garantias não pode ser confundida com a consequência jurídica decorrente da sua falsidade.<sup>165</sup> Quando previsto no instrumento contratual um sistema autônomo de declarações e garantias, ou seja, quando as partes

---

<sup>162</sup> GILSON, Ronald J. Value Creation by Business Lawyers: Legal Skills and Asset Pricing. **The Yale Law Journal**, Vol. 94, Number. 2, December/1984, p. 259-260. Disponível em: [https://scholarship.law.columbia.edu/faculty\\_scholarship/986](https://scholarship.law.columbia.edu/faculty_scholarship/986). Acesso em: 12 de junho de 2021.

<sup>163</sup> BENETTI, Giovana. **Dolo no Direito Civil**: uma análise da omissão de informações. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 142.

<sup>164</sup> GREZZANA, Giacomo. **A cláusula de declarações e garantias em alienações de participações societárias**. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 64-65.

<sup>165</sup> *Ibidem*, p. 68.

estabelecem, além da própria cláusula de declarações e garantias, as consequências de seu descumprimento, seu prazo de sobrevivência, procedimentos de indenização e etc., a consequência jurídica da desconformidade de declarações e garantias, normalmente, vem regulada em uma cláusula separada do contrato, a chamada cláusula de indenização.<sup>166</sup>

A utilização de um sistema autônomo de declarações e garantias, no qual entende-se que a cláusula de declarações e garantias estabelece o suporte fático de uma garantia, a consequência jurídica está prevista na cláusula de indenização e o período de vigência da garantia é seu prazo de sobrevivência, essa cláusula contém todos os elementos de uma obrigação de garantia, devendo cumprir tal papel.<sup>167</sup> É diante desse modelo contratual que será analisada a cláusula *pro-sandbagging*.

Segundo Fabio Russo, ao definir a obrigação de garantia das cláusulas de declarações e garantias, o declarante responde pelas “eventuais divergências entre o que declara no contrato e a realidade ‘haja o que houver’”. Ou seja, quando o vendedor presta declarações e garantias e essas apresentam conteúdo falso, o vendedor responde por elas independentemente de culpa, “o vendedor assume plenamente o risco da não verificação da ‘situação garantida’”.<sup>168</sup>

Nesse sentido, na lição de Fábio Konder Comparato, ao definir as obrigações de garantia:

Nas obrigações de garantia nem mesmo a ocorrência de caso fortuito ou de força maior exime o devedor de sua prestação, pois o conteúdo deste tipo de obrigação é a eliminação de um risco que, por definição, é um evento de realização fortuita, independente portanto da vontade do devedor. O vendedor, mesmo sem culpa, é obrigado a indenizar o comprador evicto.<sup>169</sup>

Dessa maneira, quando o comprador toma conhecimento do fato revelador da falsidade da declaração, após o fechamento da operação, nasce o dever de indenizar para o vendedor, independentemente se esse tinha ciência ou não da inexatidão do fato.

Sobre o tema, destaca-se o teor da decisão proferida no caso arbitral *French Corporation v. Danish Corporation*, julgado em 2009 no Tribunal Arbitral da CCI.<sup>170</sup>

<sup>166</sup> OLIVEIRA, Caio Raphael Marotti de. **A Cláusula Pro-Sandbagging (Conhecimento Prévio) em Contratos de Alienação de Participação Acionária**. 2020. Dissertação (Mestrado em direito) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo (USP), São Paulo. Orientador: Prof. Dra. Juliana Krueger Pela, p. 39.

<sup>167</sup> GREZZANA, Giacomo. **A cláusula de declarações e garantias em alienações de participações societárias**. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 68-69.

<sup>168</sup> RUSSO, Fabio. Das cláusulas de garantia nos contratos de compra e venda de participações sociais de controle. **Direito das sociedades em revista**, v. 4, set. 2010, p. 32.

<sup>169</sup> COMPARATO, Fábio Konder. **Ensaios e Pareceres de Direito Empresarial**. Rio de Janeiro: Forense, 1978, p. 539.

<sup>170</sup> French corporation v. Danish corporation, Final Award, ICC Case No. 12502. In: Yearbook Commercial Arbitration 2009 – Volume XXXIV. Kluwer Law International.

No caso paradigma, as partes firmaram o SPA com a previsão de cláusula de declarações e garantias prestada pela parte requerida (vendedora) garantindo que a empresa X não fazia parte de práticas anticompetitivas. Nesse contrato também existia um dever de indenizar caso houvesse falsidade das declarações, por meio de uma cláusula de indenização e uma limitação temporal de três anos, como prazo de sobrevivência. O que, de acordo com uma interpretação sistemática do contrato, se poderia constatar que se trata de declarações e garantias assecuratórias. Ao constatar que as informações eram inverídicas, o Tribunal Arbitral afirmou que: “a cláusula de garantias e representações é chamada de cláusula objetiva. Em outras palavras, se a declaração dada é incorreta, tal declaração foi violada, pouco importa se a parte declarante não tinha a ciência da sua inexatidão”.<sup>171</sup>

Feitas essas considerações, conclui-se que quando as declarações e garantias exerce função assecuratória, basta a desconformidade do suporte fático da cláusula com a realidade dos fatos, para que exista o dever de indenizar por parte do vendedor.

Por outro lado, a discussão trazida no presente estudo trata da hipótese em que o comprador conheceu do fato revelador da falsidade das declarações e garantias anteriormente a pactuação do contrato. Ou seja, quando da formação das declarações e garantias, o comprador já sabia que essa era imprecisa e que iria resultar em uma consequência jurídica benéfica para seu lado, deixando de informá-la ao vendedor. Nesse caso, para Giacomo Grezzana, bem como para Gustavo Tepedino<sup>172</sup> e Catarina Monteiro Pires<sup>173</sup>, a falsidade já é concretizada e o desembolso para saná-la é uma certeza, razão pela qual, aplica-se a norma *ius dispositivum* prevista no art. 441 do Código Civil.

Se o comprador sabia da falsidade em data anterior a formação do negócio (vício aparente) mantendo-se silente, este aceitou o bem diante dessas características, salvo se seu direito tiver sido devidamente resguardado mediante uma cláusula expressa *pro-sandbagging*.<sup>174</sup> Assim,

---

<sup>171</sup> Tradução livre: “*In the Arbitral Tribunal's view, such warranty and representation is a so-called 'objective' clause. In other words, if the representation that is given is incorrect, such representation is breached irrespective of whether or not the party giving the representation was aware of its incorrectness*” (French corporation v. Danish corporation, Danish corporation, Final Award, ICC Case No. 12502. In: Yearbook Commercial Arbitration 2009 – Volume XXXIV. Kluwer Law International, p. 40).

<sup>172</sup> TEPEDINO, Gustavo. Novos princípios contratuais e teoria da confiança: a exegese da cláusula *to the best knowledge of the sellers*. **Revista dos Tribunais**, Vol. 2: Nov/2011, p. 11.

<sup>173</sup> PIRES, Catarina Monteiro. **Aquisição de Empresas e de Participações Acionistas: problemas e litígios**. Coimbra: Almedina, 2018, p. 40.

<sup>174</sup> GREZZANA, Giacomo. **A cláusula de declarações e garantias em alienações de participações societárias**. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 68-69.

diante da existência da mencionada cláusula, pouco importará o momento em que o fato revelador da falsidade foi conhecimento pelo comprador.

### 3.5 CLÁUSULA DE INDENIZAÇÃO

Diante de um sistema autônomo de declarações e garantias, o dever de indenizar do vendedor decorre da aplicação conjunta das seguintes cláusulas contratuais: cláusulas de declarações e garantias, cláusula de indenização e cláusula de Perdas.

A cláusula de declarações e garantias define o suporte fático da garantia. Por exemplo: não existem processos em curso ou ameaçados no CADE. Na realidade dos fatos, constatada a existência de um processo em andamento envolvendo a sociedade-alvo, houve a concretização do risco assumido pelo comprador, nasce a responsabilidade contratual de indenizar, definida mediante a cláusula de indenização.

A mencionada cláusula consiste em determinar as hipóteses geradoras do dever de indenizar do vendedor, na qual, normalmente, é expressamente previsto que: “serão indenizadas quaisquer perdas decorrentes de violação ou imprecisão de declarações e garantias”.<sup>175</sup>

A previsão da cláusula de indenização no contrato de alienação de participação societária reforça a natureza de obrigação de garantia das cláusulas de declarações e garantias e enquadra remédios contratuais específicos para a parte vendedora.<sup>176</sup> Sucede que, a parte vendedora apenas poderá exercer a pretensão de ressarcir o comprador se se verificar perda concreta.<sup>177</sup> Ou seja, se a violação das declarações e garantias em nada impactou para o comprador, não gerando perdas, não haverá dever de ressarcir, pois o patrimônio do comprador não foi diminuído.

Segundo James Freund<sup>178</sup>, a cláusula de indenização consiste em dois tipos de desvantagens para o comprador. O primeiro é a diminuição do ativo adquirido, pois diante da falsidade de

---

<sup>175</sup> GORESCU, Carla Pavesi. **Delimitação da Indenização em Operações de Fusões e Aquisições no Brasil**. 2019. Dissertação (Mestrado em Direito). Fundação Getúlio Vargas, Escola de Direito de São Paulo. Orientadora: Prof. Mariana Pargendler, p. 23. Disponível em: <https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/28143>. Acesso em: 08 de julho de 2021.

<sup>176</sup> GREZZANA, Giacomo. **A cláusula de declarações e garantias em alienações de participações societárias**. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 68-69.

<sup>177</sup> PIRES, Catarina Monteiro. **Aquisição de Empresas e de Participações Acionistas: problemas e litígios**. Coimbra: Almedina, 2018, p. 111.

<sup>178</sup> FREUND, James C. **Anatomy of a merger: strategies and techniques for negotiating corporate acquisitions**; New York: Law Journal Press, 1975, p. 159 *apud* OLIVEIRA, Caio Raphael Marotti de. **A Cláusula Pro-**

uma declaração, o comprador percebe que não recebeu um ativo que achou que receberia, ou que recebeu um ativo em valor menor do que aquele afirmado; o segundo é o aumento da responsabilidade não esperada sobre aquele risco que se concretizou.

A cláusula de perdas, por sua vez, costuma vim conjuntamente com a cláusula de indenização para definir o que seria perda indenizável para o contrato em específico. Se a parte vendedora apenas vai ressarcir a contraparte diante de efetiva perda, faz-se necessário definir o conceito e evitar litígios futuros a respeito da definição do termo.<sup>179</sup>

---

**Sandbagging (Conhecimento Prévio) em Contratos de Alienação de Participação Acionária.** 2020. Dissertação (Mestrado em direito) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo (USP), São Paulo. Orientador: Prof. Dra. Juliana Krueger Pela, p. 45.

<sup>179</sup> GORESCU, Carla Pavesi. **Delimitação da Indenização em Operações de Fusões e Aquisições no Brasil.** 2019. Dissertação (Mestrado em Direito). Fundação Getulio Vargas, Escola de Direito de São Paulo. Orientadora: Prof. Mariana Pargendler, p. 23. Disponível em: <https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/28143>. Acesso em: 08 de julho de 2021.

#### 4 A CLÁUSULA DE *SANDBAGGING*

Após uma análise específica dos princípios que incidem sobre os contratos empresariais, assim como da atuação dos contratos de M&A em que as cláusulas de *sandbagging* se destinam, passamos ao estudo da definição e aplicabilidade da referida cláusula. Neste capítulo será explorado o conceito jurídico da *sandbagging*, as suas principais características, os argumentos favoráveis e desfavoráveis sobre o uso deste modelo contratual, os problemas jurídicos enfrentados no direito norte-americano, e como essa cláusula tem sido encarada à luz do direito empresarial brasileiro.

Os tópicos dois e três deste trabalho científico atuam como suporte necessário para a compreensão deste capítulo. É preciso conhecer as peculiaridades dos contratos de M&A, sendo esses instrumentos autossuficientes de alocação de riscos e influenciados pelos modelos contratuais da *common law*, bem como o grau de incidência dos princípios da autonomia privada e boa-fé objetiva nesses casos, a fim de fundamentar o motivo pelo qual a cláusula de *sandbagging* deve ser considerada válida e eficaz no direito brasileiro.

A cláusula de *sandbagging* não passa de mais um modelo contratual provindo da praxe internacional utilizado nos contratos de alienação de participação societária e fruto da barganha negocial entre as partes contratantes. A motivação para que esse instrumento seja alvo de pesquisa consiste no fato de que a sua aplicação ainda é marcada pela insegurança jurídica, tanto no direito norte-americano e inglês como no direito brasileiro.

O termo *sandbagging*<sup>180</sup>, no contexto dos contratos de M&A, consiste na seguinte situação jurídica: (i) o comprador toma conhecimento de um fato que torna a cláusula de declarações e garantias prestada pelo vendedor falsa, antes da data do fechamento; (ii) nada obstante, opta por concluir o contrato; e (iii) após o fechamento, utiliza do fato descoberto para demandar a responsabilidade do vendedor ao pagamento de indenização pela quebra da referida cláusula de declarações e garantias.<sup>181</sup>

---

<sup>180</sup> No direito norte-americano, a nomenclatura “sandbagging” decorre da palavra “sandbagger” que nada mais é do que uma expressão utilizada pelos jogadores de golfe norte-americanos para caracterizar aquela pessoa que aparenta ser um jogador pior do que realmente é com o intuito de enganar e obter vantagem do seu oponente. Nada obstante a referência da palavra “sandbagging” adotada nos Estados Unidos, a pactuação da cláusula por parte do comprador não tem como objetivo, em regra, obter vantagens indevidas do vendedor. (WEST, Glenn D.; SHAH, Kim H. Debunking the Myth of the Sandbagging Buyer: When Sellers Ask Buyers to Agree to Anti-Sandbagging Clauses, Who Is Sandbagging Whom? **The M&A Lawyer**. January, 2007. Volume 11. Issue 1. p. 01).

<sup>181</sup> KIMBALL, Griffith. Sandbagging: Eagle Force Holdings & the Market's Reaction. **Brigham Young University Law Review**. Vol. 46, no. 2, 2021, p. 573.

Segundo a definição de Jacek Jastrzębski;<sup>182</sup>

O garantido (comprador) pratica um ato de *sandbagging* contra o garantidor (vendedor) se tiver entrado no acordo contratual já sabendo que a cláusula de garantia é incorreta e, subsequentemente, trazendo uma reclamação contra o garantidor pela falsidade dessa garantia que, desde a data do fechamento do contrato, já era conhecida.<sup>183</sup>

Diante desse contexto, os questionamentos normalmente feitos são: essa cláusula é aplicável? O vendedor pode ser responsabilizado pela quebra das declarações e garantias nesse caso?

Para responder as perguntas é preciso distinguir duas diferentes situações: a primeira, quando o contrato expressamente prevê uma cláusula *pro-sandbagging*, e a segunda, quando o contrato for omissivo. No primeiro caso, tratando-se do direito norte-americano, quando a cláusula *pro-sandbagging* consta expressamente no instrumento contratual, esta é aplicável e assegura a responsabilização do vendedor, ainda que o comprador já tivesse conhecimento acerca da falsidade das declarações e garantias.<sup>184</sup> No segundo caso, a jurisprudência norte-americana é incerta.

A discussão existente quando o contrato é omissivo gira em torno da necessidade ou não de comprovação de *reliance*, ou seja, se o comprador, mesmo tomando conhecimento do fato, confiou ou não no conteúdo das declarações e garantias.<sup>185</sup> Analisado o exposto, caso determinada corte entenda que a *reliance* é um elemento necessário e se for comprovada a sua existência, o vendedor poderá ser responsabilizado, ainda que não exista uma cláusula de *sandbagging* expressa no instrumento contratual.

Por outro lado, no direito brasileiro, mesmo que a cláusula de *sandbagging* conste expressamente no contrato, a sua aplicação é eivada de insegurança jurídica, ou seja, o comprador corre o risco, mesmo que expressamente resguardado o direito de ser indenizado

---

<sup>182</sup> Jacek Jastrzębski é doutor em direito e pós-doutor em ciências jurídicas na Universidade de Varsóvia e atual professor de direito civil na Universidade de Varsóvia. O objeto de pesquisa dos seus estudos reside no campo do direito civil, direito comercial e direito de valores mobiliários.

<sup>183</sup> Tradução livre: “*a warrantee “sandbags” the warrantor if he enters into an agreement knowing that a warranty clause is incorrect and subsequently brings a claim against the warrantor for the breach of warranty that was known to the warrantee on the execution date*” (JASTRZĘBSKI, Jacek. “Sandbagging” And The Distinction Between Warranty Clauses And Contractual Indemnities. **UC Davis Business Law Journal**. Vol. 19, no. 2, Spring 2019, p. 208-209).

<sup>184</sup> WHITEHEAD, Charles K. Sandbagging: Default Rules and Acquisition Agreements. 2011. **Cornell Law Faculty Publications**. Paper 919, p. 1108-1115. Disponível em: <http://scholarship.law.cornell.edu/facpub/919>. Acesso em 05 de junho de 2021.

<sup>185</sup> OLIVEIRA, Caio Raphael Marotti de. **A Cláusula Pro-Sandbagging (Conhecimento Prévio) em Contratos de Alienação de Participação Acionária**. 2020. Dissertação (Mestrado em direito) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo (USP), São Paulo. Orientador: Prof. Dra. Juliana Krueger Pela, p. 70.

por meio da previsão de uma cláusula de *sandbagging* do julgador negar o pedido de indenização.

Isso porque, discute-se, no direito brasileiro, se a razão de ser da cláusula de *sandbagging* constitui ou não uma violação ao dever anexo de informação advindo do princípio da boa-fé objetiva sob o fundamento de que existe uma assimetria informacional entre comprador e vendedor.

A assimetria informacional pode ser compreendida na situação em que uma parte é detentora de conhecimento superior em relação a contraparte, de forma que teria incentivos para agir oportunisticamente, conduzindo suas ações sem o devido cuidado, afetando negativamente a alocação de riscos do negócio almejado.<sup>186</sup>

Nesses casos é analisada a possibilidade do vendedor não ser responsabilizado pela quebra das declarações e garantias, muito embora não exista um posicionamento incontroverso acerca do tema.<sup>187</sup> Na segunda hipótese, quando não há previsão da cláusula no instrumento contratual, a regra geral é da ausência de responsabilidade por parte do vendedor (entendimento *anti-sandbagging*).<sup>188</sup>

Feitas as considerações preliminares, passamos agora ao estudo minucioso da cláusula de *sandbagging*, considerando a sua previsão: (i) em contratos de alienação de participação societária; (ii) com previsão de cláusulas de declarações e garantias e de indenização (sistema autônomo de declarações e garantias)<sup>189</sup>, além de outras cláusulas, como: *entire agreement*, *disclosure schedule* e *non-reliance*; (iii) em um mercado com empresários experientes e assessorados.

---

<sup>186</sup> A assimetria informacional, normalmente, ocorre pelo lado do vendedor, que por conta da atividade profissional que exerce tem conhecimento superior em relação ao comprador. (SABADIN, Mariana Guerra. **Autonomia privada e licença para mentir – uma investigação sobre a possibilidade de limitação contratual da responsabilidade por dolo**. 2015. Dissertação (Mestrado em direito) – Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas. Orientadora: Prof. Mariana Pargendler, p. 18. Disponível em: <http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/14296?show=full>. Acesso em 01 de junho de 2021).

<sup>187</sup> KALANSKY, Daniel; SANCHEZ, Rafael Biondi. *Sandbagging Clauses* nas Operações de Fusões e Aquisições (M&A). In: BOTREL, Sergio; BARBOSA, Henrique (Orgs.). **Novos temas de Direito e Corporate Finance**. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 151.

<sup>188</sup> GREZZANA, Giacomo. Cláusula de irrelevância da ciência previa do adquirente sobre contingências da sociedade-alvo em alienações de participação societária. **Revista de direito das sociedades e dos valores mobiliários**. Vol. 11. Ed. Almedina. Junho de 2020, p. 117.

<sup>189</sup> OLIVEIRA, Caio Raphael Marotti de. **A Cláusula Pro-Sandbagging (Conhecimento Prévio) em Contratos de Alienação de Participação Acionária**. 2020. Dissertação (Mestrado em direito) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo (USP), São Paulo. Orientador: Prof. Dra. Juliana Krueger Pela, p. 33.

## 4.1 CLASSIFICAÇÃO

São dois os tipos de cláusulas que podem ser encontradas em um contrato de alienação de participação societária: a cláusula *pro-sandbagging*, caso as partes optem por estabelecer que o conhecimento do comprador não afetará os remédios pós-fechamento (cláusula que favorece a parte adquirente) e a cláusula *anti-sandbagging*, normalmente proposta pela parte vendedora da transação e que estabelece que o conhecimento do comprador afasta seus remédios pós-fechamento. O que irá variar de contrato para contrato é a amplitude da eficácia de cada uma dessas cláusulas, a depender da redação que é inserida no instrumento contratual.

Elas, na prática, podem estar previstas como cláusulas autônomas ou postas nas disposições gerais do contrato, ou, até mesmo, dentro de outras cláusulas, como as de declarações e garantias, indenização ou em qualquer outra cláusula do instrumento.<sup>190</sup>

### 4.1.1 Cláusulas *pro-sandbagging*

A cláusula *pro-sandbagging* - também referenciada como *anti-anti-sandbagging*, *knowledge savings* ou cláusula de irrelevância do conhecimento prévio, inserida no contrato de M&A - estabelece que os remédios contratuais do comprador contra o vendedor a respeito da desconformidade das declarações e garantias independem e não serão prejudicados por qualquer conhecimento *pré-closing* obtido pelo comprador a respeito da inveracidade dessas declarações.<sup>191</sup> De acordo com essa disposição, salvo previsão em sentido contrário, pouco importa a forma como o comprador obteve a informação acerca da desconformidade, pode ter sido durante o processo de *due diligence*, mediante investigação autônoma e particular ou, até mesmo, através de terceiros.<sup>192</sup> Fato é que o conhecimento adquirido por parte do comprador não será relevante para fins de pagamento de indenização.

Nesta seara, uma típica cláusula *pro-sandbagging* é redigida da seguinte maneira:

---

<sup>190</sup> SHADDEN, Stacey. How to sandbag your opponent in the unsuspecting word of high stakes acquisitions. *Creighton law review*, v. 47, 2014, p. 461.

<sup>191</sup> ANGELAKOS, Dimitrios; MIZIOLEK, Aleksandra. Sandbagging: from poker to the world of mergers and acquisitions. *Michigan Bar Journal*, jun. 2013, p. 30.

<sup>192</sup> MENDES-MEDEIROS, Mariana. **Cláusulas de declarações e garantias**: nos contratos internacionais de aquisição de empresas ou ativos. 2006. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2006, p. 193.

O direito à indenização, pagamento, reembolso ou qualquer outro remédio com base em qualquer representação, garantia, promessas ou obrigações não serão afetados por qualquer investigação conduzida ou qualquer Conhecimento adquirido a qualquer momento, seja antes ou depois da execução e entrega desse Acordo ou da data do fechamento, com relação à precisão, inexatidão ou conformidade com tal representação, garantia, promessas ou obrigações.<sup>193</sup>

A redação da cláusula supracitada poderá ser ajustada para abranger ou para restringir os seus efeitos a depender da manifestação de vontade das partes em cada caso concreto. Sempre será do interesse da parte vendedora, diante da proposta de inclusão de uma cláusula *pro-sandbagging*, impor o máximo de restrições para diminuir o seu campo de responsabilidades, enquanto que será do interesse do comprador impor a redação mais abrangente possível.

Inicialmente, cabe ao vendedor, diante da proposta de uma *knowledge savings*, revisar a cláusula de indenização do contrato e das perdas pelas quais se obrigou com o intuito de diminuir a probabilidade de reclamações de indenização pós-fechamento.<sup>194</sup>

Diante disso, a parte vendedora pode tentar: (i) prestar declarações e garantias mais restritas (podemos pensar na pactuação do modelo “*to the best knowledge of the seller*”, por exemplo); (ii) impor limites mínimos e máximos de indenização ou excluir os tipos de dano; (iii) estabelecer períodos menores para a sobrevivência das declarações e garantias após a data do fechamento; (iv) negociar pelo modelo de atualização das *disclosure schedules*, especialmente pela possibilidade de atualização entre a assinatura e o fechamento do contrato e, ainda, (v) a imposição de limitações dentro da própria redação da cláusula *pro-sandbagging*.<sup>195</sup>

Em relação ao último caso, é possível adequar a cláusula com relação ao tempo do conhecimento adquirido pelo comprador. Assim, as partes podem estipular que a *indemnity claim* não será afetada se os fatos foram descobertos pelo comprador entre a data do *signing* e do *closing*. Contudo, qualquer fato conhecido antes desse período poderá impedir a responsabilização do vendedor, esse é um exemplo de restrição temporal que pode ser atribuído à cláusula.

Uma segunda possibilidade de limitação diz respeito a forma de obtenção do conhecimento por parte do comprador. A *sandbagging* pode ser restrita aos fatos descobertos dentro da fase de

---

<sup>193</sup> Tradução Livre: “*The right to indemnification, payment, reimbursement, or other remedy based upon any such representation, warranty, covenant, or obligation will not be affected by any investigation conducted or any Knowledge acquired at any time, whether before or after the execution and delivery of this Agreement or the Closing Date, with respect to the accuracy or inaccuracy of, or compliance with, such representation, warranty, covenant, or obligation*”. (AMERICAN BAR ASSOCIATION. **Model stock purchase agreement with commentary**. v. I. 2<sup>nd</sup> Ed. Chicago: American Bar Association, 2010, p. 299).

<sup>194</sup> SHADDEN, Stacey. How to sandbag your opponent in the unsuspecting word of high stakes acquisitions. **Creighton law review**, v. 47, 2014, p. 462.

<sup>195</sup> *Ibidem*, *Loc.cit.*

*due diligence*, de modo que qualquer conhecimento adquirido fora desse processo (mediante terceiros, investigação particular e afins) não será coberto pela proteção da cláusula, sendo aplicada, nesses casos, as normas do direito civil.

Além disso, outras possibilidades se relacionam também ao tipo de conhecimento adquirido pelo comprador. Trata-se da possibilidade de restrição quanto às pessoas que poderiam ter esse conhecimento.<sup>196</sup>

Ressalta-se que, quaisquer disposições, bem como limitações impostas no contrato resultam em custos contratuais para ambas as partes.<sup>197</sup>

Ademais, ainda com relação as cláusulas *pro-sandbagging*, comumente, a maioria dos compradores não almejam executá-la contra o vendedor, tampouco com o intuito doloso e com o mero objetivo de obter uma indenização pós-fechamento. Na prática, esses compradores, ao saberem da existência de um fato que torna as declarações e garantias imprecisas ou que gere suspeitas acerca da sua precisão previamente ao fechamento, preferem negociar com o vendedor por um ajuste no preço do contrato ou pela fixação de uma indenização especial acerca daquele fato.<sup>198</sup> Isso porque a pactuação de uma cláusula *pro-sandbagging* é uma medida verdadeiramente arriscada para o comprador, considerando que a cláusula pode não ser acolhida pelo aplicador do direito, além da potencialidade de litígios para discutir a sua aplicação no caso concreto.<sup>199</sup>

Apesar disso, sob certas circunstâncias, o comprador pode decidir que é mais vantajoso, diante das especificidades do caso concreto, a inclusão da cláusula *pro-sandbagging* em substituição das outras medidas possíveis como a renegociação do preço do contrato ou a desistência da transação. Nas palavras de Stacey Shadden: “*while at first glance these options appear less risky and morally less corrupt than sandbagging, that may not always be the case*”.<sup>200</sup>

#### 4.1.1.1 Argumentos favoráveis ao uso da cláusula *pro-sandbagging*

<sup>196</sup> OLIVEIRA, Caio Raphael Marotti de. **A Cláusula Pro-Sandbagging (Conhecimento Prévio) em Contratos de Alienação de Participação Acionária**. 2020. Dissertação (Mestrado em direito) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo (USP), São Paulo. Orientador: Prof. Dra. Juliana Krueger Pela, p. 24-25.

<sup>197</sup> SHADDEN, Stacey. How to sandbag your opponent in the unsuspecting word of high stakes acquisitions. **Creighton law review**, v. 47, 2014, p. 462.

<sup>198</sup> ANGELAKOS, Dimitrios; MIZIOLEK, Aleksandra. Sandbagging: from poker to the world of mergers and acquisitions. **Michigan Bar Journal**, jun. 2013, p. 30.

<sup>199</sup> WEST, Glenn D.; SHAH, Kim H. Debunking the Myth of the Sandbagging Buyer: When Sellers Ask Buyers to Agree to Anti-Sandbagging Clauses, Who Is Sandbagging Whom? **The M&A Lawyer**. January 2007. Volume 11. Issue 1, p. 01.

<sup>200</sup> SHADDEN, Stacey. *Op.cit.*, 2014, p. 468.

Os autores norte-americanos listam diversos argumentos que justificam a inclusão de uma cláusula *pro-sandbagging* em um contrato de M&A. Até porque, segundo Glenn West e Kim Shah, a cláusula *pro-sandbagging* “do not always involve morally questionable behavior on the part of the buyer”.<sup>201</sup>

De início, cumpre trazer os três principais argumentos favoráveis à pactuação de uma cláusula *pro-sandbagging*, definidos por Daniel Avery e Daniel Weintraub: (i) o primeiro argumento seria eliminar conflitos pós-fechamento sobre “conhecimento”. A previsão de uma cláusula *pro-sandbagging* evita que o vendedor tente criar barreiras e dificuldades com o intuito de evitar ou atrasar o pagamento da indenização estipulada. Em um cenário em há uma cláusula *anti-sandbagging*, qualquer eventual reclamação pós-fechamento que fosse levantada pelo comprador resultaria em uma discussão preliminar acerca da existência ou não de conhecimento pretérito por parte deste, conflito que teria que ser solucionado preliminarmente e, portanto, atrasaria a recuperação dos danos contratuais; (ii) o segundo argumento consiste no fato de que se houvesse uma previsão *anti-sandbagging* o comprador teria grande receio de buscar por informações, desestimulando *full and robust diligence*, por acreditar que isso poderia impactar no seu direito de ser ressarcido no caso das declarações e garantias serem falsas; (iii) o terceiro argumento indica que a pactuação de uma cláusula *pro-sandbagging* estimula a divulgação completa e adequada de informações por parte do vendedor (*seller's disclosure*), por meio de *disclosure schedules*, evitando que uma reclamação pós-fechamento ocorra e garantindo que o comprador acesse maiores áreas de potenciais riscos, o que é mais vantajoso para o sucesso da operação.<sup>202</sup>

Também, é essencial considerar que não é sempre que o comprador obterá um nível adequado, completo e verdadeiro de conhecimento que configure, inequivocadamente, uma violação das declarações e garantias anteriormente a data do fechamento. Em diversos casos, esses fatos descobertos pelo comprador, seja antes ou depois da data do *signing*, não são tão claros quanto parecem a ponto do comprador não saber se, de fato, ocorreu ou não uma violação à cláusula de declarações e garantias, ou, ainda que a informação obtida seja considerada clara, não há

---

<sup>201</sup> WEST, Glenn D.; SHAH, Kim H. Debunking the Myth of the Sandbagging Buyer: When Sellers Ask Buyers to Agree to Anti-Sandbagging Clauses, Who Is Sandbagging Whom? **The M&A Lawyer**. January 2007. Volume 11. Issue 1, p. 01.

<sup>202</sup> AVERY, Daniel; WEINTRAUB, Daniel H. **Trends in M&A Provisions: “Sandbagging” and “Anti-Sandbagging” Provisions**, 2011. P. 02. Disponível em: <https://www.goulstonstorrs.com/publications/trends-in-ma-provisions-sandbagging-and-anti-sandbagging-provisions/>. Acesso em: 04 de junho de 2021.

perda materializada, o direito do comprador de tratar a violação como uma condição não cumprida pode não ser claro antes do fechamento.<sup>203</sup> Sendo assim, a cláusula de *sandbagging* é utilizada como forma de mitigação de riscos para o comprador principalmente quando este não tem a total certeza da quebra das declarações e garantias ou da perda que essa quebra resultará.

Stacey Shadden também estabelece uma lista de argumentos a favor da pactuação da cláusula *pro-sandbagging*.<sup>204</sup> O primeiro argumento parte da premissa de que: “*A deal is a deal*”. Se é plenamente possível que o vendedor insista pela pactuação de cláusulas de *non-reliance*<sup>205</sup>, *exclusion remedies*, bem como pela limitação da obrigação de indenizar (*cap*) porque seria vedado ao comprador ou interpretado como uma conduta de má-fé à pactuação de uma cláusula *pro-sandbagging* que apenas amplia o campo de incidente das declarações e garantias? Esta é somente mais uma alocação de riscos feita entre comprador e vendedor. A cláusula de *non-reliance* está para o vendedor da mesma forma em que a cláusula *pro-sandbagging* está para o comprador. Caso o vendedor tenha a liberdade para negociar que não serão consideradas reivindicações com base em informações extracontratuais prestadas por ele, como declarações e garantias orais, por exemplo, que estão fora dos quatro cantos do instrumento contratual, porque o comprador não poderá estipular uma cláusula que desconsidere quaisquer conhecimentos adquiridos, de forma extracontratual, antes do *signing* ou *closing* da operação para fins de reivindicações contratuais?<sup>206</sup>

Em complementação, o segundo argumento utilizado pela autora é de que o adquirente comprou as declarações e garantias do alienante (*purchased the warranties*) como forma de alocação de riscos e minimização de custos. O preço pela pactuação de uma cláusula *pro-sandbagging* é refletido no preço do contrato, de forma que o comprador paga para manter um claro direito de reclamar por uma indenização pós-fechamento, independentemente se já tivesse conhecimento sobre a desconformidade das declarações e garantias.<sup>207</sup>

---

<sup>203</sup> WEST, Glenn D.; SHAH, Kim H. Debunking the Myth of the Sandbagging Buyer: When Sellers Ask Buyers to Agree to Anti-Sandbagging Clauses, Who Is Sandbagging Whom? **The M&A Lawyer**. January 2007. Volume 11. Issue 1. p. 03.

<sup>204</sup> SHADDEN, Stacey. How to sandbag your opponent in the unsuspecting word of high stakes acquisitions. **Creighton law review**, v. 47, 2014. p. 467-468.

<sup>205</sup> *the seller almost always seeks to assure that the buyer has agreed to a ‘non-reliance’ provision pursuant to which the buyer is (hopefully) precluded from asserting claims based on breaches of representations and warranties made outside the written contract.* (WEST, Glenn D.; SHAH, Kim H. *Op.cit.* 2007, p. 03-04).

<sup>206</sup> *Ibidem*, p. 06.

<sup>207</sup> SHADDEN, Stacey. *Op.cit.*, 2014. p. 468.

Destarte, quando o comprador tem um particular interesse em uma das declarações e garantias do vendedor, mas não é possível a constatação precisa da sua falsidade ou da sua extensão antes do *closing*, seja por falta de tempo (quando existir limitação temporal negociada pelas partes), por urgências advindas do próprio comprador que necessita fechar a operação ou pelo alto custo dos recursos que precisariam ser adotados para investigar toda a extensão da desconformidade antes do *closing*, o comprador pode optar por pactuar e pagar pela previsão de uma cláusula *pro-sandbagging* e descobrir a extensão da desconformidade à medida em que exerce as atividades da companhia (custos *ex post*).<sup>208</sup> Conclui-se que a *sandbagging* não passa de mais uma estratégia negocial que pode ser adotada por partes sofisticadas, principalmente para lidar com a falta de tempo ou para minimização de custos, evitando futuros prejuízos na esfera do comprador.

O terceiro argumento trazido por Shadden e que complementa o terceiro argumento trazido por Daniel Avery e Daniel Weintraub consiste no fato de que a adoção de uma cláusula *pro-sandbagging* preserva o comprador contra condutas oportunistas e imorais do vendedor e, para mais, encoraja o vendedor a atentar-se para o processo de divulgação de informações (*disclosure schedules*).<sup>209</sup>

Isso porque diante de uma cláusula *anti-sandbagging* o vendedor pode optar por divulgar informações apenas em data tardia, perto do *closing*, justamente para tentar evitar a pactuação de cláusulas de declarações e garantias ou para evitar um ajuste no preço do contrato. Nesses casos, a cláusula de *sandbagging* se torna um instrumento interessante, com uma opção alternativa para o comprador que opta por evitar custos negociais *ex ante*, lidando com problemas apenas *ex post*, ou seja, as partes fecham o contrato com o valor cheio e posteriormente, configurada a falsidade das declarações e garantias e materializado o dano, o comprador reclama pelo pagamento de indenização, como forma de abatimento do preço.

Ademais, o comprador que opta por revelar o conhecimento acerca da desconformidade das declarações e garantias antes do *closing*, visando uma renegociação do preço do contrato ou a fixação de uma indenização especial, corre o risco de o vendedor preferir buscar outras opções como procurar um outro potencial comprador para quem a violação da garantia seja menos

---

<sup>208</sup> OLIVEIRA, Caio Raphael Marotti de. **A Cláusula Pro-Sandbagging (Conhecimento Prévio) em Contratos de Alienação de Participação Acionária**. 2020. Dissertação (Mestrado em direito) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo (USP), São Paulo. Orientador: Prof. Dra. Juliana Krueger Pela. P. 28.

<sup>209</sup> SHADDEN, Stacey. How to sandbag your opponent in the unsuspecting word of high stakes acquisitions. *Creighton law review*, v. 47, 2014, p. 468.

significativa. Em diversos casos a adoção de uma cláusula *pro-sandbagging* se torna a opção com menos riscos gerais.<sup>210</sup>

No âmbito do *civil law*, por sua vez, inúmeros estudiosos acerca do tema corroboram com esses argumentos, como Catarina Monteiro Pires<sup>211</sup>, Caio Marotti<sup>212</sup> e Giacomo Grezzana. Este entende que a cláusula *pro-sandbagging* consiste em um mero alargamento do suporte fático das cláusulas de declarações e garantias, configurando-se uma simples alocação de riscos e um fluxo de pagamentos no tempo e que inexistem óbices a sua adoção no direito contratual brasileiro.<sup>213</sup>

#### 4.1.2 Cláusulas *anti-sandbagging*

Por outro lado, uma cláusula *anti-sandbagging*, inserida em um contrato de alienação de participação societária, impede que a parte compradora reclame pelo pagamento de indenização pela desconformidade de declarações e garantias prestadas pela vendedora quando o comprador fechou a transação já sabendo que tal garantia não era verdadeira.<sup>214</sup>

Uma típica cláusula *anti-sandbagging* é redigida da seguinte maneira:

Nenhuma parte será responsável nos termos desse Artigo por quaisquer Perdas resultantes ou relacionadas de/a qualquer imprecisão ou violação de qualquer representação ou garantia prestada neste Acordo se a parte que busca a indenização por tais Perdas tivesse o Conhecimento de tal violação antes do Fechamento.<sup>215</sup>

Esta também pode ser moldada a depender do caso concreto para determinar efeitos mais abrangentes, neste caso basta que a redação da cláusula estabeleça conceitos genéricos e amplos, ou para limitar os seus efeitos através de uma redação que preveja conceitos mais

<sup>210</sup> SHADDEN, Stacey. How to sandbag your opponent in the unsuspecting word of high stakes acquisitions. *Creighton law review*, v. 47, 2014, p. 469.

<sup>211</sup> PIRES, Catarina Monteiro. *Aquisição de Empresas e de Participações Acionistas: problemas e litígios*. Coimbra: Almedina, 2018, p. 80-81.

<sup>212</sup> OLIVEIRA, Caio Raphael Marotti de. *A Cláusula Pro-Sandbagging (Conhecimento Prévio) em Contratos de Alienação de Participação Acionária*. 2020. Dissertação (Mestrado em direito) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo (USP), São Paulo. Orientador: Prof. Dra. Juliana Krueger Pela, p. 164.

<sup>213</sup> GREZZANA, Giacomo. Cláusula de irrelevância da ciência previa do adquirente sobre contingências da sociedade-alvo em alienações de participação societária. *Revista de direito das sociedades e dos valores mobiliários*. Vol. 11. Ed. Almedina. Junho de 2020, p. 117.

<sup>214</sup> ANGELAKOS, Dimitrios; MIZIOLEK, Aleksandra. Sandbagging: from poker to the world of mergers and acquisitions. *Michigan Bar Journal*, jun. 2013, p. 30.

<sup>215</sup> Tradução livre: “No party shall be liable under this Article for any Losses resulting from or relating to any inaccuracy in or breach of any representation or warranty in this Agreement if the party seeking indemnification for such Losses had Knowledge of such Breach before Closing”. (AMERICAN BAR ASSOCIATION. *Model stock purchase agreement with commentary*. v. I. 2<sup>nd</sup> Ed. Chicago: American Bar Association, 2010, p. 300).

específicos, como a definição dos tipos de conhecimento, do critério temporal e das pessoas a quem esse conhecimento se refere.<sup>216</sup>

Para esse último caso, pode ser interessante estabelecer uma cláusula no instrumento contratual apenas no intuito de definir qual o conceito de *Knowledge* para o contrato, vinculando as partes contratantes.<sup>217</sup> Assim, é como se fosse uma espécie de *knowledge qualifier*, porém para o lado do comprador, além da definição do tipo de conhecimento, cumpre estabelecer quem são os sujeitos relevantes dentro do quadro de profissionais da empresa compradora para efeitos de imputação do conhecimento.<sup>218</sup>

Nas hipóteses em que o comprador não conseguir se esquivar da previsão de uma cláusula *anti-sandbagging*, cabe a este limitar ao máximo a definição de “conhecimento” prevista na cláusula. É mister estabelecer que apenas o conhecimento real e efetivo poderá ser considerado, excluindo do escopo da cláusula *constructive, implied, or imputed knowledge*.<sup>219</sup> Deste modo os efeitos da cláusula são reduzidos e o ônus da prova, que deve ser imputado ao vendedor, é dificultado.

Além disso, considerando que uma pessoa jurídica é composta por diretores, assessores, administradores, estagiários etc., o comprador pode limitar o conhecimento apenas aos principais membros da empresa compradora que estão na linha de frente da transação, evitando controvérsias futuras acerca do conhecimento adquirido por contadores, advogados ou outros profissionais que atuaram no processo de *due diligence* e cuja informação não foi repassada ao comprador.<sup>220</sup> Outra possibilidade é limitar o conceito de conhecimento do contrato apenas para o conhecimento real adquirido no momento da assinatura, evitando, portanto, que qualquer descoberta posterior entre o *signing* e o *closing* impossibilite o direito à indenização.

---

<sup>216</sup> OLIVEIRA, Caio Raphael Marotti de. **A Cláusula Pro-Sandbagging (Conhecimento Prévio) em Contratos de Alienação de Participação Acionária**. 2020. Dissertação (Mestrado em direito) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo (USP), São Paulo. Orientador: Prof. Dra. Juliana Krueger Pela, p. 30.

<sup>217</sup> *Ibidem*, p. 31-32.

<sup>218</sup> WEST, Glenn D.; SHAH, Kim H. Debunking the Myth of the Sandbagging Buyer: When Sellers Ask Buyers to Agree to Anti-Sandbagging Clauses, Who Is Sandbagging Whom? **The M&A Lawyer**. January 2007. Volume 11. Issue 1, p. 07.

<sup>219</sup> *Ibidem*, *Loc.cit.*

<sup>220</sup> *Ibidem*, p. 07-08.

Tanto no Brasil<sup>221</sup> quanto na Europa<sup>222</sup> a prática *anti-sandbagging* atua como regra padrão (*default rule*), ou seja, inexistindo uma cláusula de *knowledge savings* expressa no contrato; as jurisdições desses países costumam adotar um posicionamento *anti-sandbagging*.

#### 4.1.2.1 Argumentos favoráveis ao uso da cláusula *anti-sandbagging*

Daniel Avery e Daniel Weintraub<sup>223</sup> definem dois principais argumentos favoráveis ao uso da cláusula *anti-sandbagging* em um contrato de alienação de participação societária.

O primeiro e principal argumento é de que seria injusto para a parte vendedora, que se dispôs a abrir os arquivos da sua companhia em cooperação aos interesses da parte compradora, em um processo de *due diligence* completo, para que o comprador venha a reter informações sobre uma contingência que o vendedor sequer tinha conhecimento, assine o contrato e, logo em seguida, processe o vendedor para que esse pague um valor indenizatório (*close and sue*).

Analisando por este prisma, o argumento do vendedor é consubstanciado na seguinte premissa:

*How can anyone suggest that it is acceptable behavior for the buyer to 'lie behind the log' knowing that the seller is incurring liability to the buyer for a representation or warranty that the buyer knows to be untrue and therefore could not possibly have been relied upon by the buyer in entering into the agreement?*<sup>224</sup>

O segundo argumento adotado pelo vendedor é de que uma cláusula *anti-sandbagging* estimula o comprador a divulgar os fatos que resultam em potencial desconformidade das declarações e garantias antes da data do fechamento. Desta forma será possível obter uma divulgação completa e responsiva de informações, podendo o comprador e o vendedor determinar o nível do risco e, conjuntamente, realocá-lo no contrato, seja pela previsão de uma indenização especial ou pelo reajuste do preço.

## 4.2 RELIANCE COMO REQUISITO PARA A RESPONSABILIZAÇÃO DO VENDEDOR

<sup>221</sup> BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. *Compra e venda de participações societárias de controle*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 292.

<sup>222</sup> JASTRZEBSKI, Jacek. “Sandbagging” And the Distinction Between Warranty Clauses and Contractual Indemnities. *UC Davis Business Law Journal*. Vol. 19, no. 2, Spring 2019, p. 213.

<sup>223</sup> AVERY, Daniel; WEINTRAUB, Daniel H. *Trends in M&A Provisions: “Sandbagging” and “Anti-Sandbagging” Provisions*, 2011, p. 02. Disponível em: <https://www.goulstonstorr.com/publications/trends-in-ma-provisions-sandbagging-and-anti-sandbagging-provisions/>. Acesso em: 02 de junho de 2021.

<sup>224</sup> WEST, Glenn D.; SHAH, Kim H. Debunking the Myth of the Sandbagging Buyer: When Sellers Ask Buyers to Agree to Anti-Sandbagging Clauses, Who Is Sandbagging Whom? *The M&A Lawyer*. January 2007. Volume 11. Issue 1, p. 06.

Na *common law*, quando o contrato é omissivo quanto a possibilidade de práticas *pro* ou *anti-sandbagging*, a legislação estadual que rege o contrato de aquisição determinará qual será a abordagem aplicada. Discute-se, diante do conjunto de leis aplicadas em cada jurisdição (*default rule*), se há ou não responsabilidade do vendedor ao pagamento de indenização pela desconformidade daquela declaração e garantia que já era conhecida pelo comprador antes do fechamento da operação. O elemento principal que dá ensejo a essa controvérsia no direito norte-americano é a (des)necessidade de se comprovar a existência de *reliance*.

A *reliance* para a *common law* pode ser traduzida como a efetiva confiança do comprador na veracidade das declarações e garantias prestadas pelo vendedor e não a confiança na promessa de uma garantia. Dessa forma, se o comprador já sabia que essas garantias não eram verdadeiras, conseqüentemente, não houve confiança por parte deste e, portanto, essas não foram determinantes para a construção da vontade do comprador em realizar o fechamento do contrato.<sup>225</sup>

Assim, se determinado estado alega ser necessária a comprovação de *reliance* para que seja configurada a responsabilidade do vendedor pela falsidade das declarações e garantias, esse estado adota uma visão *anti-sandbagging*, sendo esse o entendimento adotado na Califórnia. Por outro lado, para que seja determinada a responsabilidade do vendedor, basta a comprovação de que as declarações e garantias prestadas são falsas, sem necessidade de apresentação de *reliance*, a jurisdição desses estados adota o entendimento *pro-sandbagging*, como Delaware e Nova York, consideradas as maiores jurisdições corporativas dos Estados Unidos. Nada obstante, fato é que as leis estaduais nos EUA são manifestamente incertas acerca do tema, muito embora estejam gradualmente mudando de uma posição *anti-sandbagging* para uma posição *pro-sandbagging*.<sup>226</sup>

A divergência de entendimentos entre as jurisdições dos Estados norte-americanos quanto a necessidade ou não de comprovação de *reliance* decorre da ampla discussão sobre a natureza da reclamação por falsidade das declarações e garantias (*breach of warranties*) como *tort claim* ou *claim for breach of contract*.<sup>227</sup>

---

<sup>225</sup> DUCHEMIN, Matthew J. Whether Reliance on the Warranty is Required in a Common Law Action for Breach of an Express Warranty. **Marquette Law Review**, vol. 82, issue 3, 1999, p. 689.

<sup>226</sup> JASTRZEBSKI, Jacek. "Sandbagging" and the Distinction Between Warranty Clauses and Contractual Indemnities. **UC Davis Business Law Journal**. Vol. 19, no. 2, Spring 2019, p. 209.

<sup>227</sup> ANGELAKOS, Dimitrios; MIZIOLEK, Aleksandra. Sandbagging: from poker to the world of mergers and acquisitions. **Michigan Bar Journal**, jun. 2013, p. 32.

Historicamente a prestação de garantias falsas era vista como uma hipótese de fraude e aplicavam-se as normas de responsabilidade civil por ato ilícito (*tort law*), responsabilidade extracontratual. Sucede que quando se trata de *tort claim* a existência de *reliance* por parte daquele que sofreu o dano decorrente do ato fraudulento pelo qual confiou é elemento necessário para imposição de responsabilidades.<sup>228</sup> Por outro lado, com o desenvolvimento da figura das *representations and warranties* no direito norte-americano como uma promessa contratual feita entre as partes, surgiu um novo entendimento que aplica, para esses casos, as normas de *contract law*, sendo essa baseada no princípio de que as cortes precisam suprir as expectativas dos contratantes de acordo com o que foi negociado no instrumento. Objetivando-se que seja configurada a responsabilidade do vendedor por quebra das declarações e garantias, basta que o reclamante prove que o reclamado falhou no cumprimento da veracidade das garantias contratuais incorrendo em danos (*contract claim*).<sup>229</sup>

Segundo Matthew Duchemin o desenvolvimento do direito entorno das *warranties* se deu de maneira híbrida entre essas duas posições: “*the development of the law of warranty has created ‘a curious hybrid, born of the illicit intercourse of tort and contract, unique in the law’*”. É por conta do contexto ressaltado que as cortes norte-americanas ainda estão reorganizando o seu posicionamento acerca da *breach of warranty* como uma ação de responsabilidade contratual.<sup>230</sup>

Enquanto a *contract law* é baseada na barganha realizada entre as partes sofisticadas do acordo, a *tort law* reside em uma ação ilícita intencional, imprudente ou negligente praticada por uma das partes que gerou prejuízos para aquele que confiou na conduta prestada. A cláusula *pro-sandbagging* ou *knowledge savings* foi originada no direito norte-americano justamente para eliminar essa controvérsia que reside entre esses dois posicionamentos e garantir segurança jurídica às partes contratantes.

O professor Charles K. Whitehead, em estudo especializado sobre as cláusulas de *sandbagging*, define qual o posicionamento adotado em cada estado norte-americano na hipótese de omissão

---

<sup>228</sup> Muito embora não exista uma distinção entre os remédios decorrentes de *representations* e de *warranties* com base no simples uso das palavras “*represent*” ou “*warrant*”, há diferentes ações que podem ser ajuizadas contra *representations* e *warranties*. Uma falsa *representation* pode ser remediada via ação por *misrepresentations*, mecanismo advindo da *tort law*, ou seja, imposto pela lei contra atos ilícitos, e que recai no terreno da responsabilidade extracontratual. De outro lado, uma falsa *warranty* pode ser remediada via ação por *breach of warranty*, um mecanismo de *contract law* (WEST, Glenn D.; SHAH, Kim H. Debunking the Myth of the Sandbagging Buyer: When Sellers Ask Buyers to Agree to Anti-Sandbagging Clauses, Who Is Sandbagging Whom? **The M&A Lawyer**. January 2007. Volume 11. Issue 1, p. 05).

<sup>229</sup> *Ibidem*, p. 04.

<sup>230</sup> DUCHEMIN, Matthew J. Whether Reliance on the Warranty is Required in a Common Law Action for Breach of an Express Warranty. **Marquette Law Review**, vol. 82, issue 3, 1999. p. 691.

contratual.<sup>231</sup> Entretanto, considerando que não será possível tratar de todas essas abordagens neste tópico, cumpre examinar o posicionamento jurisprudencial adotado nos três estados destacados acima: Delaware, Nova York e Califórnia.

O Estado de Delaware adota, predominantemente, um posicionamento *pro-sandbagging*, uma abordagem moderna consubstanciada no regulamento contratual. Segundo Maxime Panhard: “*In this approach, the buyer doesn't only buy the company, but also buys the warranty*”.<sup>232</sup>

De acordo com essa abordagem, a comprovação de *reliance* não é elemento necessário para reivindicar os remédios decorrentes da falsidade de declarações e garantias. Essa foi a decisão proferida pela jurisdição de Delaware no caso *Cobalt Operating, LLC v. James Crystal Enters*<sup>233</sup>, julgado em 2007, em que a compradora, diante do contrato de compra e venda para aquisição de uma estação de rádio, alegou a existência de fraude cometida pelo vendedor que prestou declarações e garantias manifestamente falsas, gerando um prejuízo de aproximadamente doze milhões de dólares para a compradora. Após o fechamento da operação, a compradora constatou que o vendedor vendia mais propagandas pré-gravadas do que era possível encaixar nas programações diárias da estação de rádio, cobrando por propagandas que sequer eram reproduzidas ao vivo, o que inflava falsamente o fluxo de caixa da estação de rádio.

A parte vendedora alegou que a Cobalt já tinha conhecimento acerca das imprecisões existentes na contabilidade da estação, descoberto durante o período de *due diligence* através dos documentos divulgados pelo vendedor nesse processo. A fundamentação utilizada pela Crystal foi de que o comprador nunca teria confiado na veracidade das declarações e garantias, portanto renunciou o seu direito de ser ressarcido pela falsidade dessas no momento em que optou por fechar o contrato sabendo dessas circunstâncias.

Diante desses fatos, a Suprema Corte decidiu que: (i) a reclamação por quebra das declarações e garantias não depende da demonstração de confiança justificável (*reliance*); (ii) a conduta fraudulenta foi escondida do comprador, de modo que o processo de *due diligence* não era suficiente para constatar, inquestionavelmente, a desconformidade nos balanços da estação; (iii) a pactuação de declarações e garantias minimiza a necessidade do comprador de investigar cada

---

<sup>231</sup> WHITEHEAD, Charles K. Sandbagging: Default Rules and Acquisition Agreements. 2011. **Cornell Law Faculty Publications**. Paper 919. p. 1108-1115. Disponível em: <http://scholarship.law.cornell.edu/facpub/919>. Acesso em: 05 de junho de 2021.

<sup>232</sup> PANHARD, Maxime. When Contractual Good Faith Meets a Controversial M&A Issue: The Sandbagging Practice in International Arbitration. **The International Lawyer**, Vol. 51, N. 01, p. 77.

<sup>233</sup> *Cobalt Operating, LLC v. James Crystal Enters.*, No. Civ. A. 714-VCS, 2007. Date decided: July 20, 2007. Superior Court of Delaware, New Castle County. Disponível em: <https://law.justia.com/cases/delaware/court-of-chancery/2007/94730-1.html>. Acesso em: 04 de julho de 2021.

canto do negócio do vendedor, além de considerar que a realização de *due diligence* para este fim é uma medida elevadamente cara; (iv) as declarações e garantias, como as que foram prestadas no caso concreto, têm a função de alocação de riscos.<sup>234</sup>

A mesma postura *pro-sandbagging* foi adotada no caso *Interim Healthcare Inc v. Spherion Corporation*, julgado em 2005, no qual a Suprema Corte de Delaware determinou que o conhecimento adquirido antes do fechamento do contrato pelo comprador, não prejudica a reclamação por quebra de garantias.<sup>235</sup> Entendimento nesse mesmo sentido também se verifica no caso *Gloucester Holding Corp v. US Tape & Sticky Products*.

O estado de Nova York, por si, adota uma posição *sui generis*.<sup>236</sup> Embora em regra seja avaliado como um estado que adota um posicionamento *pro-sandbagging*, a sua abordagem está no meio entre os posicionamentos adotados por Delaware e Califórnia.<sup>237</sup>

O caso *CBS Inc. v. Ziff-Davis Publishing. Co* foi o responsável por estabilizar o posicionamento da jurisdição novaiorquina exigindo que o comprador acredite estar comprando a promessa de veracidade das declarações e garantias do vendedor.<sup>238</sup> Destaca-se que acreditar na compra de uma promessa de veracidade da garantia não é a mesma coisa que confiar na veracidade da garantia.

No caso em questão, o comprador aceitou adquirir um negócio com base em informações de lucratividade fornecidas pelo vendedor, que assegurou a veracidade dessas informações através da pactuação de declarações e garantias. Sucede que durante o processo de *due diligence* o comprador constatou que essas demonstrações financeiras da companhia não eram precisas e divulgou tal conhecimento ao vendedor antes da data do fechamento da operação. Apesar disso, o comprador optou por assinar o contrato mesmo assim, todavia com o entendimento mútuo de que esse fato não afetaria, de forma alguma, as declarações e garantias inseridas no instrumento

---

<sup>234</sup> Cobalt Operating, LLC v. James Crystal Enters., No. Civ. A. 714-VCS, 2007. Date decided: July 20, 2007. Superior Court of Delaware, New Castle County. P. 57. Disponível em: <https://law.justia.com/cases/delaware/court-of-chancery/2007/94730-1.html>. Acesso em: 04 de julho de 2021.

<sup>235</sup> Interim Healthcare Inc. v. Spherion Corporation., C.A. No. 00C-09-180-JRS, 2005. Date decided: February 4, 2005. Superior Court of Delaware, New Castle County. P. 20. Disponível em: <https://caselaw.findlaw.com/del-superior-court/1401296.html>. Acesso em: 04 de julho de 2021.

<sup>236</sup> GREZZANA, Giacomo. Cláusula de irrelevância da ciência previa do adquirente sobre contingências da sociedade-alvo em alienações de participação societária. **Revista de direito das sociedades e dos valores mobiliários**. Vol. 11. Ed. Almedina. Junho, 2020. P. 110.

<sup>237</sup> COLE, Brandon. Knowledge Is Not Necessarily Power: Sandbagging in New York M&A Transactions. **Journal of Corporation Law**, vol. 42, no. 2, Winter 2016. P. 449.

<sup>238</sup> CBS Inc., Appellant, v. Ziff-Davis Publishing Co , 75 N.Y.2d 496 (1990). Date Decided: February 8, 1990. Court of Appeals of the State of New York. Disponível em: <https://law.justia.com/cases/new-york/court-of-appeals/1990/75-n-y-2d-496-0.html>. Acesso em: 01 de julho de 2021.

contratual. Após o fechamento o comprador reclamou pela falsidade das declarações e garantias.

A decisão proferida pela jurisdição de Nova York, no entanto, fugiu à tradicional discussão acerca da existência ou não de confiança (*reliance*). A posição adotada pelo estado exige apenas a asserção objetiva de que as declarações e garantias foram violadas, desde que o comprador acredite ter comprado pela veracidade dessas declarações. Segundo a fundamentação utilizada pela Corte de Nova York: o fato do comprador ter questionado a capacidade do vendedor de cumprir o que foi prometido (através das declarações e garantias), não deve isentar o vendedor da sua obrigação de cumprir as garantias expressas, principalmente quando, em seguida, ele mesmo se comprometeu a cumprir o que foi prometido.<sup>239</sup>

Os casos subsequentes utilizaram o julgamento de *CBS Inc. v. Ziff-Davis Publishing*. Co como paradigma, contudo restringiram ainda mais o posicionamento adotado em Nova York. Por exemplo, nos casos *Gusmao v. GMT Group, Inc.*, *Galli v. Metz*, e *Rogath v. Siebenmann*, a jurisdição novaiorquina revisou a decisão de casos anteriores e determinou que a extensão e a fonte do conhecimento do comprador sobre a desconformidade das declarações e garantias são determinantes para a configuração da responsabilidade do vendedor.<sup>240</sup>

Dessarte, somando as decisões proferidas pelo Estado de Nova York após o caso *CBS v. Ziff-Davis*, pode-se concluir que a atual abordagem de Nova York sobre *reliance* é a seguinte:

A não ser que exista uma efetiva cláusula *pro-sandbagging* no acordo de M&A, o conhecimento do comprador acerca da falsidade de uma declaração, garantia ou promessa contida no acordo de M&A antes do fechamento, impedirá que o comprador busque a restituição de danos ou indenização após o fechamento SE o comprador tiver descoberto tais violações por meio da divulgação de informações do vendedor.<sup>241</sup>

Embora o posicionamento do estado de Nova York seja qualificado como uma jurisdição *pro-sandbagging*, exige-se uma determinada forma de *reliance* que não se assemelha a *reliance* da *tort law*, ao passo que consiste na confiança de que se está comprando pela promessa de veracidade daquela garantia. Ou seja, a abordagem de Nova York não deixa de estar ligada ao

---

<sup>239</sup> Tradução Livre: “the fact that the buyer has questioned the seller's ability to perform as promised should not relieve the seller of his obligations under the express warranties when he thereafter undertakes to render the promised performance”. (COLE, Brandon. Knowledge Is Not Necessarily Power: Sandbagging in New York M&A Transactions. **Journal of Corporation Law**, vol. 42, no. 2, Winter 2016. P 450).

<sup>240</sup> SHADDEN, Stacey. How to sandbag your opponent in the unsuspecting word of high stakes acquisitions. **Creighton law review**, v. 47, 2014, p. 472.

<sup>241</sup> Tradução livre: “Unless there is an effective *pro-sandbagging* clause in the M&A agreement, a purchaser's knowledge prior to closing of a breach of a representation, warranty or covenant contained in a M&A agreement will prevent that purchaser from seeking damages or indemnification post-closing IF the purchaser is aware of such breach as a result of the vendor's disclosure”. (COLE, Brandon. Knowledge Is Not Necessarily Power: Sandbagging in New York M&A Transactions. **Journal of Corporation Law**, vol. 42, no. 2, Winter 2016, p. 450).

que foi expressamente barganhado pelas partes no instrumento contratual. Além disso, a depender da forma como o comprador adquiriu aquele determinado conhecimento, se fora das informações divulgadas pelo vendedor, as decisões proferidas nesse Estado se assemelham ao posicionamento adotado no estado de Delaware.

Na Califórnia, com olhar diferente, quando o contrato for silente adota-se uma abordagem *anti-sandbagging*. As cortes da Califórnia exigem a *reliance* para uma ação de *breach of warranty*, aplicando-se, nesses casos, o sistema de *tort law*. No caso *Kazerouni v. De Satnick*<sup>242</sup> o comprador alegou a violação de uma garantia relativa ao faturamento e lucratividade da sociedade-alvo, mas o remédio contratual pleiteado foi negado pela jurisdição da Califórnia, considerando a ausência de *reliance* sob o fundamento de que a parte compradora havia recebido as demonstrações financeiras com os dados corretos antes da operação e, portanto, sabia da desconformidade das declarações e garantias.

Feitas essas considerações e analisadas essas duas posições principais em que se baseiam os Estados norte-americanos e que os enquadram como jurisdições *pro* ou *anti-sandbagging*, pode-se concluir que a abordagem contratual (*contract approach*) é mais lógica, justa e economicamente eficiente quando se trata de contratos empresariais pactuados entre partes sofisticadas. Essa abordagem protege a barganha feita pelos contratantes e promove a clareza e segurança jurídica dos contratos, além de reduzir os litígios decorrentes desses instrumentos.<sup>243</sup>

Nada obstante a diferenciação entre os estados que adotam *contract approach* e aqueles que adotam *tort approach*, fato é que essa divisão não é suficiente para fornecer uma descrição completa da jurisprudência adotada nesses estados quanto a aplicação da cláusula de *sandbagging*. Veja-se que os estados de Delaware e Nova York adotam uma abordagem contratual, porém os entendimentos nessas jurisdições não são idênticos.<sup>244</sup> É por premissa que é sempre recomendável ao comprador, mesmo quando o contrato está sob a jurisdição de estados que adotam um entendimento contratual, favorável a abordagem *pro-sandbagging*,

---

<sup>242</sup> *Kazerouni v. De Satnick*, No. C606247 (1991). Date decided: Mar. 20, 1991. Superior Court of Los Angeles County. Disponível em: <https://law.justia.com/cases/california/court-of-appeal/3d/228/871.html>, p. 75-76. Acesso em: 05 de julho de 2021.

<sup>243</sup> COLE, Brandon. Knowledge Is Not Necessarily Power: Sandbagging in New York M&A Transactions. *Journal of Corporation Law*, vol. 42, no. 2, Winter 2016, p. 771.

<sup>244</sup> WHITEHEAD, Charles K. Sandbagging: Default Rules and Acquisition Agreements. 2011. *Cornell Law Faculty Publications*. Paper 919, p. 1108. Disponível em: <http://scholarship.law.cornell.edu/facpub/919>. Acesso em 05 de junho de 2021.

inserir a cláusula de *knowledge savings* no instrumento contratual, considerando a insegurança jurídica existente nos contratos que são omissos.<sup>245</sup>

Nesse sentido, quando um contrato é negociado entre partes sofisticadas, deve ser permitido ao comprador e ao vendedor receber os benefícios das suas barganhas/negociações por direitos específicos e nenhuma parte deveria reclamar por ter sido vítima da prática de *sandbagging*.<sup>246</sup>

Diante do exposto, compreendida a origem da cláusula de *sandbagging* e as controvérsias entorno da sua aplicação no sistema jurídico que a criou, passamos agora à análise desse instrumento no âmbito dos contratos empresariais brasileiros.

#### 4.3 A APLICAÇÃO DA *SANDBAGGING* NO DIREITO EMPRESARIAL BRASILEIRO

Conforme evidenciado até então, na *common law* as cláusulas *pro-sandbagging*, quando expressamente previstas nos contratos de M&A, não geram grandes discussões no direito norte-americano. A controvérsia existente neste sistema se concretiza apenas quando o instrumento contratual for omissos e, mesmo nesses casos, não se discute uma infração à boa-fé, tampouco faz nascer qualquer dever de informação ao adquirente da operação ou um direito ao alienante de ser informado.

Além disso, concluiu-se que a motivação para inclusão de uma cláusula de *sandbagging*, a princípio, não decorre de razões ilícitas ou ardilosas do comprador para obter uma vantagem indevida sobre o vendedor. Em verdade, o comprador que opta por inserir uma cláusula *pro-sandbagging* é um comprador corajoso, pois terá que se submeter as inseguranças jurídicas que residem sobre esse instrumento.<sup>247</sup> Nesse sentido, a cláusula de *sandbagging* não passa de um instrumento de alocação de riscos, fruto da negociação feita entre partes sofisticadas e inserida no preço do contrato.<sup>248</sup>

---

<sup>245</sup> WEST, Glenn D.; SHAH, Kim H. Debunking the Myth of the Sandbagging Buyer: When Sellers Ask Buyers to Agree to Anti-Sandbagging Clauses, Who Is Sandbagging Whom? *The M&A Lawyer*. January 2007. Volume 11. Issue 1, p. 07.

<sup>246</sup> SHADDEN, Stacey. How to sandbag your opponent in the unsuspecting word of high stakes acquisitions. *Creighton law review*, v. 47, 2014, p. 475.

<sup>247</sup> WEST, Glenn D.; SHAH, Kim H. *Op.cit.*, 2007, p. 03.

<sup>248</sup> OLIVEIRA, Caio Raphael Marotti de. **A Cláusula Pro-Sandbagging (Conhecimento Prévio) em Contratos de Alienação de Participação Acionária**. 2020. Dissertação (Mestrado em direito) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo (USP), São Paulo. Orientador: Prof. Dra. Juliana Krueger Pela. P. 71.

No direito empresarial brasileiro, a cláusula exerce as mesmas atribuições previstas na *common law*. Segundo Giacomo Grezzana, a cláusula *pro-sandbagging* seria apenas uma cláusula que alarga o suporte fático das declarações e garantias, fruto da autonomia privada dos contratantes, podendo atuar ainda como um instrumento de ajuste na mecânica do pagamento do contrato (quando as contingências são conhecidas e materializadas).<sup>249</sup>

Apesar disso, a compatibilidade da cláusula de *sandbagging* com os princípios contratuais do direito civil ainda é controversa e objeto de grandes discussões doutrinárias. Enquanto que no direito norte-americano a cláusula *pro-sandbagging* inserida em um instrumento contratual é indiscutivelmente válida e eficaz, inclusive nos estados em que o regime legal é *anti-sandbagging*, no direito brasileiro essa validade ainda é incerta, muito embora alguns autores já tenham afirmado que não há óbices à validade da cláusula inserida através da autonomia privada e da força vinculante das avenças.<sup>250</sup>

A principal discussão envolvendo o uso da mencionada cláusula nos contratos brasileiros consiste no seguinte questionamento: a razão de ser da *sandbagging*, considerando que essa permite que o comprador, antes do fechamento do contrato, omita o conhecimento acerca de um fato que reflete a desconformidade de declarações e garantias e que resulta em responsabilidades contratuais para o vendedor viola o princípio da boa-fé objetiva?

Conforme demonstrado no segundo capítulo deste trabalho, o instituto da boa-fé objetiva aplicado no direito brasileiro não tem paralelo com nenhum outro sistema jurídico da *common law*, ele é intraduzível. Além do citado, muito embora a autonomia privada seja o princípio prevalecente no campo dos contratos empresariais, este não pode passar por cima dos preceitos da boa-fé, inafastáveis dentro do direito brasileiro<sup>251</sup>. No entanto, fato é que no direito empresarial, considerando as peculiaridades dos contratos de lucro, as meras presunções de violação à boa-fé objetiva não se sustentam. Os deveres de agir segundo esse princípio há de ser concretizado de forma situacional e de maneira coligada ao que normalmente acontece no setor de mercado.<sup>252</sup>

Dessa maneira, não é adequado afirmar de forma genérica, abstrata e diante de meras presunções que a cláusula de *sandbagging*, por si só, viola a boa-fé objetiva. A análise da

---

<sup>249</sup> GREZZANA, Giacomo. Cláusula de irrelevância da ciência previa do adquirente sobre contingências da sociedade-alvo em alienações de participação societária. **Revista de direito das sociedades e dos valores mobiliários**. Vol. 11. Ed. Almedina. Junho, 2020. p. 126.

<sup>250</sup> *Ibidem*, p. 123.

<sup>251</sup> MARTINS-COSTA, Judith. **A boa-fé no direito privado**: critérios para a sua aplicação. São Paulo: Saraiva educação. 2ª edição. 2018, p. 633.

<sup>252</sup> *Ibidem*, p. 310.

licitude da cláusula no direito brasileiro dependerá da ponderação à luz de fundamentos razoáveis ou legítimos que as partes eventualmente tenham, dentro da economia contratual, para adotá-la.<sup>253</sup>

Em resposta ao questionamento proposto neste tópico, a *sandbagging*, devidamente prevista no instrumento contratual, cuja inserção foi permitida pela parte vendedora e consubstanciada no preço da operação, não viola os preceitos da boa-fé e a sua eficácia está ligada a reafirmar a vinculação do vendedor às consequências obrigacionais negativas advindas da cláusula de declarações e garantias.<sup>254</sup>

Nesse mesmo sentido, Giacomo Grezzana sustenta que o adquirente de participação societária, protegido por uma cláusula *pro-sandbagging*, não age deslealmente por reivindicar remédios contratuais decorrentes de contingências que já eram conhecidas por ele. Isso porque se não existe um dever abstrato de prestar informações por parte do comprador, nada impede que ele opte por negociar uma cláusula *pro-sandbagging*, valorando todas as informações prestadas mediante declarações e garantias e depois buscando pelo ressarcimento da contingência existente. Definir a forma de alocação de um determinado risco é questão que cabe apenas as partes contratantes. De mais a mais, a pactuação de uma cláusula *pro-sandbagging*, por si só, já faz nascer a presunção de que o adquirente não está aceitando a sociedade-alvo diante daquelas circunstâncias e que futuramente descontará o valor pela desconformidade das declarações e garantias.<sup>255</sup>

Catarina Monteiro Pires afirma que, ressalvadas às proteções quanto a renúncia antecipada de direitos e ao exercício abusivo de direitos, as cláusulas *pro-sandbagging* não devem ser rejeitadas quando previstas em contratos de alienação de participações societárias.<sup>256</sup> Portanto, pode-se dizer que a cláusula em si, não é considerada ilícita, mas as condições em que foi negociada podem vir a torná-las ilícitas ou ineficazes.<sup>257</sup>

---

<sup>253</sup> OLIVEIRA, Caio Raphael Marotti de. **A Cláusula Pro-Sandbagging (Conhecimento Prévio) em Contratos de Alienação de Participação Acionária**. 2020. Dissertação (Mestrado em direito) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo (USP), São Paulo. Orientador: Prof. Dra. Juliana Krueger Pela, p. 26.

<sup>254</sup> *Ibidem*, p. 136.

<sup>255</sup> GREZZANA, Giacomo. Cláusula de irrelevância da ciência previa do adquirente sobre contingências da sociedade-alvo em alienações de participação societária. **Revista de direito das sociedades e dos valores mobiliários**. Vol. 11. Ed. Almedina. Junho de 2020, p. 120-121.

<sup>256</sup> PIRES, Catarina Monteiro. **Aquisição de Empresas e de Participações Acionistas: problemas e litígios**. Coimbra: Almedina, 2018, p. 80.

<sup>257</sup> DURÁN, Afonso Linares. La validez de la cláusula *pro-sandbagging* pactada en los contratos de compraventa de acciones y de activos en el sistema jurídico colombiano. **Revista de Derecho Privado**, n. 52, 2014, p. 23.

À vista disso, diante da funcionalidade que a cláusula de *sandbagging* exerce, é possível concluir que ela é recepcionada pelo direito empresarial brasileiro, porém, a depender do caso concreto, essa poderá vir a ser considerada inválida ou ineficaz diante de quatro possíveis fundamentações: (i) violação ao dever de informação do comprador decorrente da boa-fé objetiva quando preenchidos os requisitos que configurem esse dever; (ii) dolo por omissão; (iii) *venire contra factum proprium*; e (iv) renúncia tácita.<sup>258</sup>

#### 4.3.1 As cláusulas *pro-sandbagging* nos planos da validade e eficácia

Neste tópico será analisada a cláusula *pro-sandbagging* sob os planos da validade e eficácia do negócio jurídico, presumindo-se a ultrapassagem do plano da existência.

No que se refere ao plano da validade, trata-se da qualidade que o negócio deve ter ao entrar no mundo jurídico, consistente em estar de acordo com as regras jurídicas, o negócio precisa ser regular. Quanto a validade das cláusulas de *sandbagging*, cumpre analisar o elemento intrínseco de validade: a declaração de vontade. Para que esta seja validade, precisará ser deliberada sem má-fé, podendo vir a ser anulável por dolo, nos termos do art. 147, do CC.<sup>259</sup>

Segundo Antônio Junqueira de Azevedo<sup>260</sup>, no parecer em que examinou a validade de uma cláusula de não-indenizar, o autor elencou os seguintes requisitos de validade, são nulas as cláusulas que: (i) exoneram o agente em caso de dolo; (ii) vão diretamente contra norma cogente – as vezes dita de ordem pública; (iii) isentam de indenização o contratante em caso de inadimplemento da obrigação principal e (iv) interessam diretamente à vida ou integridade física.

Valendo-se desses parâmetros, no que se refere à cláusula de *sandbagging* cabe desconsiderar os pontos (iii) e (iv), haja vista que a *sandbagging* não regula a obrigação principal e não se afetam diretamente a vida e a integridade. Por outro lado, quanto ao ponto (ii), considerando os argumentos já expostos nos tópicos supra, a cláusula, por si só, não encontra expressa proibição legal, e, quanto ao elemento (i) a análise de dolo dependerá do preenchimento de requisitos

---

<sup>258</sup> OLIVEIRA, Caio Raphael Marotti de. **A Cláusula Pro-Sandbagging (Conhecimento Prévio) em Contratos de Alienação de Participação Acionária**. 2020. Dissertação (Mestrado em direito) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo (USP), São Paulo. Orientador: Prof. Dra. Juliana Krueger Pela, p. 137.

<sup>259</sup> AZEVEDO. Antônio Junqueira de. **Negócio Jurídico: Existência, validade e eficácia**. São Paulo: Saraiva, 4ª edição, 2002, p. 42-43.

<sup>260</sup> AZEVEDO. Antônio Junqueira de. **Estudos e Pareceres de Direito Privado**. São Paulo: Saraiva, 2004, p. 201.

específicos que apenas poderão ser aferidos no caso concreto. Esse dois últimos pontos serão analisados nos tópicos seguintes desse estudo. Portanto, fazendo esse paralelo com os requisitos elencados por Antônio Junqueira, a *sandbagging* pode ser compreendida válida.

Ademais, a pactuação de uma cláusula *pro-sandbagging* não afasta, em hipótese alguma, a incidência das normas cogentes previstas nos arts. 113, 187 e 422 do Código Civil.<sup>261</sup> Desse jeito, caso o comprador omitisse, de má-fé, uma informação do vendedor a fim de obter algum benefício indevido com a omissão do fato, a pactuação de uma cláusula *pro-sandbagging* garantindo que essa informação não afetará os remédios contratuais do comprador infringe a boa-fé objetiva e, conseqüentemente, afronta a ordem pública, em que condutas de má-fé não podem ser toleradas.

Ou seja, para a análise da validade e eficácia da cláusula de *sandbagging* cumpre reafirmar que a autonomia privada é relativizada e flexibilizada ao entrar em contato com o teor ético da boa-fé objetiva e dos deveres dela oriundos.<sup>262</sup> Segundo Caio Marotti, a mencionada cláusula apenas pode se manifestar sobre as obrigações de garantias criadas pelas cláusulas de declarações e garantias, não surtindo qualquer efeito na hipótese de erro, dolo ou vícios redibitórios.<sup>263</sup>

No que se refere ao plano da eficácia é a parte do mundo jurídico onde os fatos produzem os seus efeitos, representado pelos direitos e deveres, pretensões e obrigações, ações e exceções, ou os extinguindo.

Com base nas normas jurídicas do Código Civil, analisaremos agora a inserção da cláusula *pro-sandbagging* em contextos específicos.

#### 4.3.1.1 Deveres informativos do comprador

Inicialmente cumpre tecer alguns comentários sobre o dever anexo de informação, principalmente o dever de informação pré-contratual, advindo da boa-fé objetiva.

Na fase antecedente a um contrato os deveres informativos servem para possibilitar o consentimento informado cujo os bens jurídicos protegidos são a higidez da manifestação

---

<sup>261</sup> MARTINS-COSTA, Judith. **A boa-fé no direito privado: critérios para a sua aplicação**. São Paulo: Saraiva educação. 2ª edição. 2018, p. 633.

<sup>262</sup> COUTO E SILVA, Clóvis. V. Do. *A Obrigação como Processo*, 1ª ed. Rio de Janeiro: FGV, 2006, p. 42.

<sup>263</sup> OLIVEIRA, Caio Raphael Marotti de. **A Cláusula Pro-Sandbagging (Conhecimento Prévio) em Contratos de Alienação de Participação Acionária**. 2020. Dissertação (Mestrado em direito) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo (USP), São Paulo. Orientador: Prof. Dra. Juliana Krueger Pela, p. 161.

negocial e a confiança que possibilita acalentar expectativas legítimas e avaliar riscos. As consequências jurídicas decorrente da infração a um dever de informação pode situar-se no plano da validade quando constatada hipótese de omissão dolosa, gerando a anulação do negócio ou da cláusula (art. 184 do Código Civil), nos termos do art. 147 e 171, II, do Código Civil, que será analisado no tópico 4.4.1.2, ou no plano da eficácia, nos termos do art. 422, do Código Civil. Essa consequência jurídica impede que o comprador busque os remédios que a desconformidade das cláusulas de declaração e garantias produzem contra o vendedor,<sup>264</sup> sendo essa a hipótese em análise neste subtópico.

Sucedem que para analisarmos esses fatos jurídicos algumas considerações sobre o dever anexo de informar precisam ser levantadas.

Segundo Judith Martins-Costa, o dever de informação não é um objeto que se apresenta sempre em igual proporção e intensidade. Da mesma forma em que à boa-fé objetiva é matizada a depender do contexto jurídico em que está inserida, consequentemente, o dever de prestar informações também será ajustado na medida e proporção adequada ao caso concreto. Ou seja, para que exista um dever de informar é preciso considerar: (i) elementos fáticos subjetivos, ligados à pessoa dos envolvidos, tais como a sua possibilidade de acesso a informações e a presunção de assimetria informacional entre os contratantes; (ii) elementos normativos, como usos do tráfico jurídico, a presença ou não de um dever legal e ou contratual de informar; e (iii) elementos fáticos objetivos como a aceitabilidade de assumir-se o risco de “jogadas equivocadas” e os cuidados prévios revelados na *due diligence*.<sup>265</sup>

Dessarte, considerando o cenário em que as cláusulas *pro-sandbagging* são inseridas, pode-se constatar que com relação aos elementos subjetivos, tratam-se de partes sofisticadas paritárias e simétricas, usualmente; quanto aos elementos normativos, se está diante de um contrato de alienação de participação societária que impõe padrões de autorresponsabilidade mais elevados e cuja intervenção do princípio da boa-fé objetiva na criação de deveres jurídicos para as partes é excepcional e pontual; quanto aos elementos fáticos consiste em partes que alocam riscos e adotam estratégias negociais decorrentes das práticas de mercado com o objetivo da obtenção de lucros. Isto posto, diante da análise dos elementos elencados por Judith Martins-Costa,

---

<sup>264</sup> OLIVEIRA, Caio Raphael Marotti de. **A Cláusula Pro-Sandbagging (Conhecimento Prévio) em Contratos de Alienação de Participação Acionária**. 2020. Dissertação (Mestrado em direito) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo (USP), São Paulo. Orientador: Prof. Dra. Juliana Krueger Pela, p. 176.

<sup>265</sup> MARTINS-COSTA, Judith. **A boa-fé no direito privado: critérios para a sua aplicação**. São Paulo: Saraiva educação. 2ª edição. 2018, p. 587.

constata-se que, sumariamente, não há por parte do comprador de uma alienação societária o dever de prestar informações.<sup>266</sup>

Em verdade, segundo Eva Sónia Moreira da Silva<sup>267</sup>, não existe dever de informação diante de contratos de contraposição de interesses. Podem surgir deveres de prestar informações específicos e pontuais através da boa-fé objetiva a depender do preenchimento de certos requisitos. Aprioristicamente este princípio não afeta os efeitos de uma cláusula *pro-sandbagging*<sup>268</sup> porque não há dever jurídico de prestação de informação ilimitada.<sup>269</sup>

Feitas essas considerações, adentra-se à análise do eventual dever de informação do comprador, quando este restar existente no caso concreto.

Via de regra, o dever de informação decorre do vendedor da operação, este é quem sabe ou ao menos deveria saber as qualificações da sociedade-alvo que administra, cabendo a esse, diante de fatos essenciais para a formação da vontade do comprador, divulgá-los.<sup>270</sup> Desse modo, caso o comprador tome conhecimento de um fato que caracteriza a desconformidade de declarações e garantias, mas esse fato já era do conhecimento do vendedor (ou ao menos deveria ser), não há um dever de informar do comprador neste caso específico,<sup>271</sup> tampouco haverá razões para cercear o seu direito de ser indenizado.<sup>272</sup>

Segundo Eduardo Tomasevicius<sup>273</sup> nos contratos entre partes paritárias a regra geral sobre informação é de que cada um cuide dos seus próprios interesses, buscando suprir o *déficit* desta por meio de pesquisa. Em outras palavras, cada parte contratante tem o ônus de se informar. O autor acrescenta que: “Não sendo legitimamente possível a obtenção de informações por meio do adimplemento do ônus de se informar, aí sim se faz necessário o dever de informar”. Ressalta-se que esse ônus de se informar pode ser maior ou menor, gerando mais ou menos responsabilidades, a depender do caso concreto. Deve-se avaliar tanto as possibilidades que

<sup>266</sup> FILHO, Eduardo Tomasevicius. **O Princípio da Boa-fé no Direito Civil**. São Paulo: Almedina, 2020, p. 270-271.

<sup>267</sup> SILVA, Eva Sónia Moreira da. **Da responsabilidade pré-contratual por violação dos deveres de informação**. Coimbra: Almedina, 2006, p. 79.

<sup>268</sup> OLIVEIRA, Caio Raphael Marotti de. **A Cláusula Pro-Sandbagging (Conhecimento Prévio) em Contratos de Alienação de Participação Acionária**. 2020. Dissertação (Mestrado em direito) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo (USP), São Paulo. Orientador: Prof. Dra. Juliana Krueger Pela. P. 165.

<sup>269</sup> MARTINS-COSTA, Judith. **A boa-fé no direito privado: critérios para a sua aplicação**. 2ª ed. São Paulo: Saraiva educação, 2018, p. 587.

<sup>270</sup> DURÁN, Afonso Linares. La validez de la cláusula pro-sandbagging pactada en los contratos de compraventa de acciones y de activos en el sistema jurídico colombiano. **Revista de Derecho Privado**, n. 52, 2014. P. 19.

<sup>271</sup> SILVA, Eva Sónia Moreira da. *Op.cit.*, 2006, p. 122.

<sup>272</sup> KALANSKY, Daniel; SANCHEZ, Rafael Biondi. *Sandbagging Clauses* nas Operações de Fusões e Aquisições (M&A). In: BOTREL, Sergio; BARBOSA, Henrique (Orgs.). **Novos temas de Direito e Corporate Finance**. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 152.

<sup>273</sup> FILHO, Eduardo Tomasevicius. *Op.cit.*, 2020, p. 269.

estavam ao alcance do credor da informação como os obstáculos que poderiam tornar legítima sua ignorância.<sup>274</sup>

Para mais, quando o conhecimento adquirido pelo comprador não for preciso, configurando-se uma dúvida razoável, ou seja, um verdadeiro risco para o comprador, entende-se que não há qualquer dever de informar por parte deste, devendo o remédio contratual, decorrente da quebra de declarações e garantias, ser assegurado.<sup>275</sup> Nessa hipótese, o importante é que o vendedor, no exercício da sua autonomia privada, garantiu a sua veracidade através das declarações e garantias, de sorte que o comprador deve poder confiar nas informações que recebe do vendedor. Além disso, conforme sustenta Judith Martins-Costa, ao prestar uma informação essa há de ser verídica ou tida como verídica, caso contrário poderá resultar em danos para a parte que nelas confiou.<sup>276</sup>

Diante de uma dúvida razoável, a qual o comprador não sabe a sua precisão, seja por questões de impossibilidade de adquirir o conhecimento integral ou porque os custos para que se chegue a essa precisão sejam muito elevados, cabe ao comprador questionar o vendedor sobre os fatos duvidosos, cumprindo com o seu ônus de se auto informar.<sup>277</sup> Também, para resguardar-se de prejuízos futuros, cabe a este negociar pela alocação desse risco através da pactuação de declarações e garantias e da cláusula *pro-sandbagging*, evitando que o vendedor instaure um litígio para discutir o conhecimento do comprador, impondo óbices ao recebimento do remédio contratual.<sup>278</sup>

Sendo assim, em síntese, Daniel Kalansky e Rafael Sanchez citam essas duas situações em que acreditam que a *sandbagging* não deverá ser afastada: (i) quando o comprador toma conhecimento de um fato que já é ou deveria ser conhecido pelo vendedor ou sendo um fato notório; e (ii) quando o conhecimento do comprador não é preciso e certo.<sup>279</sup>

O dever de informação por parte do comprador apenas restará configurado quando existente uma assimetria informacional entre as partes contratantes. Ou seja, quando o comprador souber

---

<sup>274</sup> BENETTI, Giovana. **Dolo no Direito Civil**: uma análise da omissão de informações. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 250.

<sup>275</sup> KALANSKY, Daniel; SANCHEZ, Rafael Biondi. *Sandbagging Clauses* nas Operações de Fusões e Aquisições (M&A). In: BOTREL, Sergio; BARBOSA, Henrique (Orgs.). **Novos temas de Direito e Corporate Finance**. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 152.

<sup>276</sup> MARTINS-COSTA, Judith. **A boa-fé no direito privado**: critérios para a sua aplicação. 2ª ed. São Paulo: Saraiva educação, 2018, p. 591.

<sup>277</sup> *Ibidem*, p. 592.

<sup>278</sup> O case norte-americano Cobalt Operating, LLC v. James Crystal Enters, analisado no tópico 4.2 desta monografia fundamenta favoravelmente esse contexto jurídico.

<sup>279</sup> KALANSKY, Daniel; SANCHEZ, Rafael Biondi. *Op.cit.*, 2019, p. 152.

mais que o próprio vendedor sobre a sua prestação, de modo que as partes não estejam em pé de igualdade. Embora essa não seja a regra, pode acontecer.<sup>280</sup>

Todavia, no interim de que o princípio da boa-fé imponha um dever pré-contratual de informação, não basta apenas um estado de assimetria informacional entre o comprador e o vendedor, principalmente considerando o alto grau de se informar deste último, vindo a ser responsável por conhecer o bem que está sendo alienado. Segundo Giovana Benetti, quanto maior o ônus de se informar de uma parte, menor será o dever da contraparte de prestar informações.<sup>281</sup>

Além da assimetria informacional entre os contratantes, para que exista um dever informativo por parte do comprador, é necessário o preenchimento de mais dois requisitos: (i) a essencialidade da informação, como aquela relevante e útil para a formação da decisão de contratar, no caso, do vendedor; e (ii) a exigibilidade da informação que envolve a forma como o comprador obteve aquele conhecimento.<sup>282</sup> Assim, se o comprador obteve a informação por meio de uma “diligência extraordinária, excepcional”, com “custos, gastos ou dispêndio de esforços”, o vendedor não poderia exigir que o comprador lhe dê essas informações.<sup>283</sup>

Nesse mesmo sentido, sobre os elementos do dever de informar, Giacomo Grezzana cita a obra de Muriel Fabre-Magnan. A autora francesa divide um elemento material e um elemento moral quanto a obrigação de prestar informações. O elemento material consiste na pertinência ou utilidade dessa informação para a contraparte. Já o elemento moral determina que: (i) a informação seja efetivamente conhecida pelo devedor e que este saiba da sua relevância para a contraparte; e (ii) que o credor desconheça de forma legítima a informação.<sup>284</sup> Assim, apenas quando preenchidos esses elementos (material e moral) é que restaria configurado o dever de informação do comprador.

---

<sup>280</sup> SILVA, Eva Sónia Moreira da. **Da responsabilidade pré-contratual por violação dos deveres de informação**. Coimbra: Almedina, 2006, p. 787.

<sup>281</sup> BENETTI, Giovana. **Dolo no Direito Civil: uma análise da omissão de informações**. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 247.

<sup>282</sup> SILVA, Eva Sónia Moreira da. *Op.cit.*, 2006, p. 131-132.

<sup>283</sup> O fundamento utilizado é de que o comprador obteve gastos excessivos para adquirir aquele conhecimento específico e ao divulgá-lo, de forma gratuita, ao vendedor, as partes podem não entrar em acordo quanto a alocação dessa informação e acabarem não concluindo o negócio (OLIVEIRA, Caio Raphael Marotti de. **A Cláusula Pro-Sandbagging (Conhecimento Prévio) em Contratos de Alienação de Participação Acionária**. 2020. Dissertação (Mestrado em direito) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo (USP), São Paulo. Orientador: Prof. Dra. Juliana Krueger Pela. P. 175). Quanto a esse entendimento, Giovana Benetti discorda e afirma que não se deve aproveitar de debilidades da contraparte, que, por vezes, pode não conseguir acessar as informações mesmo com a utilização de esforços razoáveis (BENETTI, Giovana. **Dolo no Direito Civil: uma análise da omissão de informações**. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 255).

<sup>284</sup> GREZZANA, Giacomo. **A cláusula de declarações e garantias em alienações de participações societárias**. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 250.

Um exemplo prático trazido por Daniel Kalansky e Rafael Sanchez<sup>285</sup> consiste na hipótese em que o comprador adquire uma informação que torna as declarações e garantias do vendedor falsas através dos próprios documentos divulgados pelo vendedor no *data room* durante a fase de *due diligence*. O comprador nada informa ao vendedor e após o fechamento da operação, reclama pelos remédios contratuais. Os autores alegam que o julgador pode entender que houve desequilíbrio entre os contratantes, visto que o vendedor forneceu os documentos necessários para o comprador, enquanto esse usou dessas informações para obter, propositalmente, uma indenização.

Por outro lado, quanto a essa situação jurídica, Caio Marotti alega que o vendedor também teve o acesso a esses mesmos documentos que foram fornecidos ao comprador e é de se supor que, caso desconheça essa informação, seu desconhecimento não é legítimo, ou pelo menos que o comprador tem boas razões para acreditar que o vendedor já conhece as situações representadas, por essas razões o comportamento do comprador não resultaria em violação a boa-fé objetiva.<sup>286</sup>

Deste jeito, majoritariamente, não há, nos contratos empresariais que envolvem contraposição de interesses, um dever *lato sensu* de prestar informações, tampouco por parte do comprador da operação. Mas nada impede que a boa-fé objetiva determine um dever de informação em sentido estrito. Nesses casos, se esse dever for violado pela parte compradora, o vendedor não terá a responsabilidade contratual de indenizar pela falsidade das declarações e garantias. Isso significa que os efeitos da cláusula de *sandbagging* serão afastados, nos termos do art. 422 do Código Civil, refletindo no plano da eficácia das cláusulas *pro-sandbagging*. A *sandbagging* não será invalida, mas seus efeitos não serão percebidos.

Diante de tal entendimento, afirma Teresa Ancona Lopez, que a liberdade de fixar o conteúdo do contrato segundo o interesse individual das partes esbarra nos limites de ordem pública, de modo que os arts. 421 e 422 do CC, obriga os contratantes a guardar na conclusão, como na execução do contrato, os princípios de probidade e boa-fé.

#### 4.3.1.2 Dolo antecedente por omissão informativa

---

<sup>285</sup> KALANSKY, Daniel; SANCHEZ, Rafael Biondi. *Sandbagging Clauses* nas Operações de Fusões e Aquisições (M&A). In: BOTREL, Sergio; BARBOSA, Henrique (Orgs.). **Novos temas de Direito e Corporate Finance**. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 151.

<sup>286</sup> OLIVEIRA, Caio Raphael Marotti de. **A Cláusula Pro-Sandbagging (Conhecimento Prévio) em Contratos de Alienação de Participação Acionária**. 2020. Dissertação (Mestrado em direito) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo (USP), São Paulo. Orientador: Prof. Dra. Juliana Krueger Pela, p. 168.

Neste tópico será estudado a conduta do dolo na formação do contrato, ou seja, na fase antecedente do negócio jurídico. A diferenciação entre o dolo na formação do negócio e o dolo por infração ao contrato é essencial para definir qual será a consequência jurídica aplicada.

O dolo antecedente se dá nas tratativas do contrato até a sua formação (dolo contemporâneo). A consequência jurídica situa-se no plano da validade, gerando a anulação do negócio jurídico, nos termos do art. 145 do Código Civil<sup>287</sup>, que abrange o dolo essencial e o dolo acidental, esse último situa-se no plano da eficácia, pois causa o dever de indenizar, mantendo-se o contrato. O dolo na infração de contrato já concluído, por sua vez, situa-se no momento da execução do contrato e sua consequência jurídica se encontra no plano da eficácia, gerando em um dever de indenizar pelo ilícito contratual. O dolo no momento da execução do contrato já formado não será analisado neste trabalho, ao passo que não contribui para o estudo da aplicabilidade da cláusula *pro-sandbagging*. Trataremos, por conseguinte, do dolo antecedente, que gera o vício de vontade na formação do negócio jurídico.<sup>288</sup>

A omissão dolosa informativa ou dolo negativo consiste no silêncio consciente que uma das partes (no presente caso, o comprador) mantém a respeito de algum fato ou circunstância que a outra ignora, a qual, acaso conhecida, impediria a formação do contrato ou a modificação do seu conteúdo.<sup>289</sup> O dolo por omissão está previsto no art. 147 do Código Civil.<sup>290</sup>

De acordo com Giovana Benetti o dolo por omissão informativa é composto por dois requisitos cumulativos, um subjetivo e outro objetivo. O requisito subjetivo consubstancia-se na intenção de enganar a contraparte, o que se traduz em sua má-fé. Já o requisito objetivo consiste no silêncio sobre fato ou qualidade que a outra parte tenha ignorado.<sup>291</sup> Além disso, para a autora, o dolo por omissão compreende de uma violação a um dever de informação, que surge a partir da percepção de que o outro contratante ignora o fato ou a qualidade.<sup>292</sup>

---

<sup>287</sup> **Art. 145.** São os negócios jurídicos anuláveis por dolo, quando este for a sua causa.

<sup>288</sup> MARTINS-COSTA, J. Os Regimes do Dolo Civil no Direito brasileiro: Dolo Antecedente, Vício Informativo por Omissão e por Comissão, Dolo Acidental e Dever de Indenizar, **Revista dos Tribunais**, v. 923, set./2012, p. 02-03.

<sup>289</sup> *Ibidem*, p. 07.

<sup>290</sup> **Art. 147.** Nos negócios jurídicos bilaterais, o silêncio intencional de uma das partes a respeito de fato ou qualidade que a outra parte haja ignorado, constitui omissão dolosa, provando-se que sem ela o negócio não se teria celebrado.

<sup>291</sup> BENETTI, Giovana. **Dolo no Direito Civil**: uma análise da omissão de informações. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 166.

<sup>292</sup> *Ibidem*, p. 175.

Ou seja, a configuração do dolo por omissão apenas existe nas hipóteses específicas e pontuais em que restar caracterizada a existência de um dever de informar por parte do comprador.

Segundo a autora, para a caracterização do dolo omissivo, nos termos do art. 147 do CC, requer:

(i) o conhecimento por um contratante de fato ou qualidade; (ii) a ignorância da outra parte a respeito deste mesmo fato ou qualidade; (iii) o conhecimento, pelo contratante mais informado, de que a outra parte ignora essa informação relevante para a tomada de decisão; (iv) o silêncio intencional, que leva ao engano do menos informado; além da (v) comprovação de qual omissão contribuiu para a celebração do negócio.<sup>293</sup>

No dolo informativo, ocorre a incidência conjugada do princípio da boa-fé (como regra de conduta proba e leal que auxilia na verificação do grau do dever de informação), proteção dada pelo direito à boa-fé subjetiva (através da legítima confiança depositada pelo lesado) e pela rejeição a má-fé do causante.<sup>294</sup>

O dolo antecedente consiste em um vício de vontade da vítima,<sup>295</sup> ou seja, pode-se entender que diante da omissão do comprador sobre fato ou qualidade da sociedade-alvo, o vendedor prestou declarações e garantias e pactuou por cláusula de *sandbagging* (ou até mesmo aceitou alienar a sociedade), que, na ausência do dolo, jamais teria feito ou teria feito de forma distinta, mais vantajosa e correspondente aos seus interesses. A demonstração dessa situação jurídica é excessivamente difícil.

Nessa linha, afirma Daniel Kalansky e Rafael Sanchez: “O julgador, ao analisar um caso envolvendo *sandbagging clause* deve verificar as situações de fato e buscar entender se a intenção do comprador foi realmente se aproveitar do vendedor”. Ao falar de intenção, os autores tratam da hipótese de dolo negativo por parte do comprador.<sup>296</sup>

Para mais, segundo Caio Marotti, a cláusula de *sandbagging* não se aplica às hipóteses de dolo, erro ou vícios redibitórios.<sup>297</sup> Embora não tratem especificamente da cláusula de *sandbagging*,

<sup>293</sup> BENETTI, Giovana. **Dolo no Direito Civil: uma análise da omissão de informações**. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 175.

<sup>294</sup> MARTINS-COSTA, J. Os Regimes do Dolo Civil no Direito Brasileiro: Dolo Antecedente, Vício Informativo por Omissão e por Comissão, Dolo Acidental e Dever de Indenizar, **Revista dos Tribunais**, v. 923, set./2012, p. 07.

<sup>295</sup> *Ibidem*, p. 09.

<sup>296</sup> KALANSKY, Daniel; SANCHEZ, Rafael Biondi. *Sandbagging Clauses* nas Operações de Fusões e Aquisições (M&A). In: BOTREL, Sergio; BARBOSA, Henrique (Orgs.). **Novos temas de Direito e Corporate Finance**. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 151.

<sup>297</sup> OLIVEIRA, Caio Raphael Marotti de. **A Cláusula Pro-Sandbagging (Conhecimento Prévio) em Contratos de Alienação de Participação Acionária**. 2020. Dissertação (Mestrado em direito) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo (USP), São Paulo. Orientador: Prof. Dra. Juliana Krueger Pela. p. 136.

Judith Martins-Costa<sup>298</sup> e Giovana Benetti<sup>299</sup> adotam posicionamento neste mesmo sentido. Segundo a primeira autora, a eficácia de cláusula não alcança os prejuízos oriundos do dolo antecedente à formação do vínculo, tanto porque o dolo igualmente vicia a vontade das partes no tocante à disposição contratual restritiva dos remédios jurídicos disponíveis à parte lesada relativamente ao objeto da mentira, como porque a tentativa de afastar sanções jurídicas para a enganação contratual encontra limite nos princípios da probidade e boa-fé, nos termos do art. 422 do Código Civil, norma de ordem pública inderrogável pela vontade das partes.

Ora, se até no direito norte-americano, sistema que reserva maior atuação à autonomia privada, prevendo princípios como *parol evidence rule* e *caveat emptor*, a pactuação de termos contratuais é inoperante diante de figuras similares ao dolo (*fraud, negligent misrepresentation*),<sup>300</sup> é possível que se compreenda, através do direito comparado, que no direito brasileiro essas cláusulas também não poderiam ser aplicáveis.<sup>301</sup>

A fim de ilustrar esse contexto fático, Daniel Kalansky e Rafael Sanchez, trazem o seguinte exemplo: em um momento anterior à venda, uma das empresas da parte compradora havia prestado um serviço para a parte vendedora, tomando conhecimento de que o terreno tinha uma contaminação ambiental. Quando o comprador resolve comprar a empresa, tempos depois, barganhou pela inclusão de uma cláusula *pro-sandbagging* e o vendedor prestou declarações e garantias prometendo a inexistência de qualquer contaminação ambiental na área, sendo que a indenização prometida ao comprador em casos de desconformidade dessa garantia transformaria o custo da indenização em quase zero.

Neste exemplo, os autores alegam que se o motivo determinante do comprador para adquirir o negócio foi reduzir o preço da compra através do recebimento da indenização, trata-se de hipótese de dolo por omissão, resultando não apenas na invalidade da cláusula, como também pode resultar na invalidade de todo o negócio.<sup>302</sup>

---

<sup>298</sup> MARTINS-COSTA, J. Os Regimes do Dolo Civil no Direito brasileiro: Dolo Antecedente, Vício Informativo por Omissão e por Comissão, Dolo Acidental e Dever de Indenizar, **Revista dos Tribunais**, v. 923, set./2012. p. 11.

<sup>299</sup> BENETTI, Giovana. **Dolo no Direito Civil: uma análise da omissão de informações**. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 147-148.

<sup>300</sup> Decisão proferida nesse sentido foi adotada no case *ABRY Partners V, L.P. v. F e W Acquisition LLC*, 891 A.2d 1032, p. 1036.

<sup>301</sup> MARTINS-COSTA, J. *Op.cit.*, set./2012. p. 11.

<sup>302</sup> KALANSKY, Daniel; SANCHEZ, Rafael Biondi. *Sandbagging Clauses* nas Operações de Fusões e Aquisições (M&A). In: BOTREL, Sergio; BARBOSA, Henrique (Orgs.). **Novos temas de Direito e Corporate Finance**. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 152-153.

#### 4.3.1.3 *Venire contra factum proprium*<sup>303</sup>

As cláusulas de *sandbagging* também podem ser discutidas sob o fundamento da figura do *venire contra factum proprium*. Para esses casos, Caio Marotti entende que tal configuração apenas seria possível diante da inexistência da mencionada cláusula no instrumento contratual.<sup>304</sup>

O *venire contra factum proprium* decorre da obrigação de comportar-se de acordo com a boa-fé e consiste no exercício de uma posição jurídica em contradição desleal com o comportamento exercido anteriormente pelo exercente (*factum proprium*).<sup>305</sup> A aplicação desse princípio decorre de quatro pressupostos elencados por Anderson Schreiber:

(i) um *factum proprium*, isto é, uma conduta inicial; (ii) a legítima confiança de outrem na conservação do sentido objetivo desta conduta; (iii) um comportamento contraditório com este sentido objetivo (e, por isto mesmo, violador da confiança); e, finalmente, (iv) um dano ou, no mínimo, um potencial de dano a partir da contradição.<sup>306</sup>

Sob o contexto fático do comprador que invoca a cláusula de *sandbagging* para pleitear os remédios contratuais relativos à desconformidade das declarações e garantias, alega-se que o *factum proprium* seria configurado por três comportamentos conjuntos do comprador: a) o conhecimento acerca de fato que incorre na desconformidade das garantias anterior ao fechamento, b) a não renegociação do preço, e c) o fechamento do contrato. O comportamento contraditório (posterior) seria a reclamação, pós fechamento, pelos remédios contratuais decorrentes da violação e o dano seria a imposição desses remédios contra o vendedor.<sup>307</sup>

Vamos agora analisar a legítima confiança.

Acerca da legítima confiança, esta tem dois elementos: a confiança e a legitimidade. Para que exista a confiança é necessário que o vendedor saiba que o *factum proprium* efetivamente ocorreu (elemento objetivo) e apresente adesão ao sentido extraído do *factum proprium*

<sup>303</sup> Para a elaboração da linha de raciocínio deste capítulo específico utilizou-se a dissertação de mestrado de Caio Raphael Marotti de Oliveira. **A Cláusula Pro-Sandbagging (Conhecimento Prévio) em Contratos de Alienação de Participação Acionária**. 2020. Dissertação (Mestrado em direito) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo (USP), São Paulo. Orientador: Prof. Dra. Juliana Krueger Pela, p. 185-186.

<sup>304</sup> *Ibidem*, p. 189.

<sup>305</sup> MARTINS-COSTA, Judith. **A boa-fé no direito privado: critérios para a sua aplicação**. São Paulo: Saraiva educação. 2ª edição. 2018, p. 591.

<sup>306</sup> SCHREIBER, Anderson. **A proibição de comportamento contraditório: tutela de confiança e venire contra factum proprium**. São Paulo: Atlas, 2016, p. 86.

<sup>307</sup> OLIVEIRA, Caio Raphael Marotti de. *Op.cit.*, 2020, p. 185-186.

(elemento subjetivo). Assim, para que o vendedor confie no fato antecedente, precisaria saber que o comprador conhece da desconformidade das declarações e garantias.<sup>308</sup>

Por exemplo, o vendedor que presta declarações e garantias, este não cria expectativas no sentido de que essas nunca serão invocadas, elas podem ser invocadas pelo comprador dentro de um limite temporal, caso sejam falsas. Todavia, se o comprador sabia que essas eram falsas em data anterior ao fechamento, não tentou realizar a renegociação, optou pelo fechamento do contrato de compra e venda e o vendedor sabia disso, é de se esperar que este tenha criado a expectativa de que o comprador aceitou o fato e não pretende pedir uma indenização pós-fechamento.

Quanto ao elemento legitimidade, não é legítimo depositar confiança em qualquer “comportamento que tenha sido declarado contrariável, pela lei ou por quem o pratica”.<sup>309</sup> Ou seja, mesmo que o vendedor soubesse do conhecimento adquirido pelo comprador, relativo à desconformidade das garantias, fato é que se for pactuada uma cláusula *pro-sandbagging* não há confiança legítima por parte daquele.

Isso porque, conforme bem sustentado por Giacomo Grezzana: “a *pro-sandbagging* já demonstra que o adquirente não está aceitando a sociedade-alvo no estado em que se encontra”. Em outras palavras, a inclusão de uma cláusula *pro-sandbagging* deixa expresso no contrato que o comprador pode vir a pleitear os remédios contratuais por descumprimento das garantias já conhecidas, de modo que o vendedor saberá de antemão que vai responder por estas. Além disso, essa cláusula é precificada no contrato e o vendedor aceitou pactuá-la, de forma que não é legítima qualquer expectativa do vendedor em sentido contrário.

Eduardo Tomasevicius afirma que não se pode falar em deslealdade se a parte lesada sabia ou devia saber que a parte podia voltar atrás em sua decisão anteriormente tomada, sobretudo quando há permissão para tanto.<sup>310</sup> Assim, apenas seria possível a verificação desse princípio, se as partes nada tivessem pactuado. Diante da omissão de uma cláusula *pro-sandbagging*, aí

---

<sup>308</sup> OLIVEIRA, Caio Raphael Marotti de. **A Cláusula Pro-Sandbagging (Conhecimento Prévio) em Contratos de Alienação de Participação Acionária**. 2020. Dissertação (Mestrado em direito) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo (USP), São Paulo. Orientador: Prof. Dra. Juliana Krueger Pela, p. 186-187.

<sup>309</sup> SCHREIBER, Anderson. **A proibição de comportamento contraditório: tutela de confiança e venire contra factum proprium**. São Paulo: Atlas, 2016. p. 93.

<sup>310</sup> FILHO, Eduardo Tomasevicius. **O Princípio da Boa-fé no Direito Civil**. São Paulo: Almedina, 2020, p. 180.

sim o não incluir a cláusula seria agir de maneira incauta e, portanto, caberá ao comprador assumir as consequências jurídicas negativas.<sup>311</sup>

Cumprido mencionar, entretanto, o entendimento trazido por Caio Marotti.<sup>312</sup> Segundo este, ainda que o contrato seja silente quanto a pactuação do instrumento de *sandbagging*, o instrumento que estabelecer um sistema de declarações e garantias autônomo, qualificadas como obrigações de garantia, com previsão de cláusula de indenização, *disclosure schedules*, podendo ainda prevê a *entire agreement*, o instrumento contratual adotaria uma abordagem *pro-sandbagging*.

#### 4.3.1.4 Renúncia tácita

Por último, discute-se a conduta do comprador que, conhecendo acerca de um fato que incorre na desconformidade das declarações e garantias, deixa de informá-la ao vendedor e não renegocia o preço do contrato antes da data do fechamento implica em renúncia tácita, de modo que teria abdicado do direito de reclamar pelos remédios contratuais previstos na cláusula de indenização. Entende-se que tal hipótese apenas se verifica quando não existe pactuação de uma cláusula *pro-sandbagging*,<sup>313</sup> de modo que o argumento acerca da renúncia tácita ser um entrave à licitude, ou mesmo à eficácia, dessas cláusulas não se sustenta.<sup>314</sup>

Na *common law*, essa é a fundamentação utilizada pelo Estado de Nova York nos casos em que inexistente a pactuação de uma cláusula *pro-sandbagging* e que o comprador, sabendo da falsidades das declarações e garantias mediante as informações prestadas pela própria parte vendedora, deixou de informá-las ao vendedor para fins de renegociação do contrato. Segundo Glenn West e Kim Shah, nessa jurisdição foi introduzida a discussão do conceito de “*waiver*”: o comprador que fecha a transação sabendo da quebra de uma garantia contratual expressa, descoberta pela divulgação de informações fornecidas pelo próprio vendedor, renúncia seus

---

<sup>311</sup> GREZZANA, Giacomo. Cláusula de irrelevância da ciência previa do adquirente sobre contingências da sociedade-alvo em alienações de participação societária. **Revista de direito das sociedades e dos valores mobiliários**. Vol. 11. Ed. Almedina. Junho de 2020, p. 122.

<sup>312</sup> OLIVEIRA, Caio Raphael Marotti de. **A Cláusula Pro-Sandbagging (Conhecimento Prévio) em Contratos de Alienação de Participação Acionária**. 2020. Dissertação (Mestrado em direito) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo (USP), São Paulo. Orientador: Prof. Dra. Juliana Krueger Pela, p. 189.

<sup>313</sup> GREZZANA, Giacomo Luiz Maria Oliveira. **A cláusula de declarações e garantias em alienações de participações societárias**. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 68.

<sup>314</sup> OLIVEIRA, Caio Raphael Marotti de. *Op.cit*, 2020, p. 194.

direitos de processar por uma desconformidade já conhecida, a não ser que o comprador tenha especificamente resguardado seus direitos antes do fechamento.<sup>315</sup>

A renúncia tácita se configura pela situação jurídica em que uma pessoa age de determinada forma, porque ela quis abandonar tal vantagem ou direito.<sup>316</sup> Trata-se de um negócio jurídico unilateral por meio do qual se extingue uma situação jurídica ativa titularizada pelo próprio renunciante.<sup>317</sup> Dessa forma, por ser unilateral, apenas a declaração de vontade (expressa ou tácita) do renunciante se faz necessária.

No Brasil, na hipótese em que o contrato for silente, via de regra, há renúncia tácita por parte do comprador quanto as informações que já eram conhecidas antes da data do fechamento. Segundo Giacomo Grezzana aplica-se a *ratio* do art. 441, do Código Civil.<sup>318</sup> Nesses casos, adota-se o mesmo entendimento da jurisdição novaiorquina, porém não há limitação quanto à fonte do conhecimento acerca da desconformidade das declarações e garantias. Pode ser tanto pela informação advinda dos documentos fornecidos pelo vendedor, como por qualquer outro meio.

Nesse mesmo sentido, segundo Gabriel Buschinelli, uma vez que se constate que o comprador conhecia a deformidade em relação ao que foi prometido pelo vendedor por meio da pactuação de cláusula de declaração e garantia, deve-se, a princípio, interpretar o contrato e, especificamente, a cláusula de garantia como não abrangendo uma situação conhecida pelo comprador e que poderia ser por ele utilizada (antes do fechamento) para negociar eventual redução de preço.<sup>319</sup>

Ademais, segundo Catarina Monteiro Pires, não só os fatos conhecidos pelo comprador antes do fechamento faz com que sejam excluídos os seus direitos, mas se este não tem o conhecimento acerca da desconformidade por motivo de negligência grosseira, a autora entende que também seriam excluídas as pretensões indenizatórias do comprador, salvo se houvesse a

---

<sup>315</sup> WEST, Glenn D.; LEWIS JR, W. Benton. Contracting to Avoid Extra-Contractual Liability - Can Your Contractual Deal Ever Really Be the “Entire” Deal? **The Business Lawyer**, Vol. 64, ago/2009, p. 05.

<sup>316</sup> MOTA PINTO, Paulo Cardoso Correira da. **Declaração tácita e comportamento concludente no negócio jurídico**. Coimbra: Almedina, 1995, p. 119-120.

<sup>317</sup> DIDIER JR. Fredie; BOMFIM, Daniela Santos. **Pareceres**. Salvador: Editora Jus Podivm, 2014, p. 38.

<sup>318</sup> Para o autor a manifestação de vontade do declaratório deve ser interpretada como tendo aceitado a sociedade-alvo com os vícios ou defeitos que já são conhecidos, caracterizados como vícios aparentes (GREZZANA, Giacomo Luiz Maria Oliveira. **A cláusula de declarações e garantias em alienações de participações societárias**. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 68).

<sup>319</sup> BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. **Compra e venda de participações societárias de controle**. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 292.

previsão de uma garantia (no caso seria a pactuação da *sandbagging*).<sup>320</sup> Acrescenta a autora, que segundo a jurisprudência portuguesa, no Acórdão do TRC de 20 de junho de 2012, o defeito da coisa só faculta ao comprador os meios jurídicos enunciados se esse o desconhecer sem culpa, ou seja, quando se tratar de vícios ocultos. Se o vício é aparente, isto é, quando o comprador consegue percebê-lo desde o início e deixa de tomar qualquer medida para se precaver deste, não haverá responsabilidade por parte do vendedor.

Por outro lado, nos casos em que o contrato prevê a pactuação de uma cláusula *pro-sandbagging*, é definitivamente inexistente a renúncia tácita. Segundo Anderson Schreiber, não se pode falar em renúncia ou declaração tácita de vontade quando o comportamento é acompanhado de uma declaração de vontade em sentido oposto.<sup>321</sup> Em outras palavras, se o comprador expressamente reservou o seu direito de pedir o ressarcimento pelas contingências já conhecidas, a mera conduta de silenciar-se quanto a divulgação dessas informações antes do fechamento, não implica em renúncia tácita.

#### 4.3.2 Regime legal em caso de silêncio

Diante de todo o exposto acerca da aplicação da cláusula de *sandbagging* no sistema jurídico brasileiro, verificou-se que essa, via de regra, é válida e eficaz, desde que resguardados os princípios da probidade e boa-fé e ressalvadas as hipóteses de erro e dolo.<sup>322</sup> Por outro lado, também observou-se que, quando essa cláusula não está presente, o comprador tem seu direito à indenização prejudicado.

Nesse sentido, os doutrinadores<sup>323</sup> que se destinaram a examinar a aplicação desse modelo contratual dentro dos ordenamentos da *civil law*, constatam que o regime legal aplicado nesses

---

<sup>320</sup> PIRES, Catarina Monteiro. **Aquisição de Empresas e de Participações Acionistas: problemas e litígios**. Coimbra: Almedina. 2018, p. 80.

<sup>321</sup> SCHREIBER, Anderson. **A proibição de comportamento contraditório: tutela de confiança e venire contra factum proprium**. São Paulo: Atlas, 2016. p. 93.

<sup>322</sup> GREZZANA, Giacomo. Cláusula de irrelevância da ciência previa do adquirente sobre contingências da sociedade-alvo em alienações de participação societária. **Revista de direito das sociedades e dos valores mobiliários**. Vol. 11. Ed. Almedina. Junho de 2020, p. 129.

<sup>323</sup> BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. **Compra e venda de participações societárias de controle**. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 292;

GREZZANA, Giacomo. Cláusula de irrelevância da ciência previa do adquirente sobre contingências da sociedade-alvo em alienações de participação societária. **Revista de direito das sociedades e dos valores mobiliários**. Vol. 11. Ed. Almedina. Junho de 2020, p. 112-120;

PIRES, Catarina Monteiro. **Aquisição de Empresas e de Participações Acionistas: problemas e litígios**. Coimbra: Almedina. 2018, p. 40 e 111.

países é *anti-sandbagging*. Ou seja, na ausência da mencionada cláusula, a abordagem aplicada aos contratos de *civil law* não permite que o comprador reivindique os remédios contratuais advindos da desconformidade de declarações e garantias, quando já existia o conhecimento prévio sobre a falsidade dessas. Apesar disso, esse posicionamento não é incontroverso.

Para Giacomo Grezzana, são três os fundamentos que indicam que o regime legal adotado na jurisdição brasileira é *anti-sandbagging*. O primeiro seria por meio da interpretação analógica dos arts. 441<sup>324</sup> e 457<sup>325</sup> do Código Civil, que tratam dos institutos dos vícios redibitórios e da evicção. Para o autor, considerando que o ordenamento brasileiro não regula a situação específica da compra e venda de empresas e que a situação fática é idêntica aos casos dispostos na lei (muito embora seja outro objeto), tais regramentos ganhariam status de verdadeira norma geral sobre os contratos brasileiros. O segundo e o terceiro fundamento, consiste, respectivamente, nos usos do meio dos contratos de alienação de participação societária, que ao realizar um processo de *due diligence* e *disclosure schedules* atentam para a exoneração de responsabilidades antes do fechamento, e na aplicação da boa-fé. Nada obstante, o autor defende que, diante da inserção da cláusula *pro-sandbagging*, o regime contratual afastaria o regime legal.<sup>326</sup>

Todavia, uma visão mais favorável à abordagem *pro-sandbagging* é adotada por Caio Marotti ao sustentar que não haveria um regime legal específico. Seria necessário, antes de tudo, interpretar o contrato de forma sistemática, para que seja possível concluir qual o regime legal aplicado. Em se tratando de um sistema contratual autônomo de declarações e garantias, que cria obrigações de garantias para o vendedor, para que seja configurado o inadimplemento deste bastaria a desconformidade contida na cláusula e a realidade. Via de regra, se trata de um sistema de alocação de riscos, refletido no preço da operação, de modo que pouco seria relevante qualquer conhecido que pudesse vir a ter o comprador.<sup>327</sup>

Portanto, embora não seja um posicionamento incontroverso, entende-se que o regime legal aplicado no sistema do *civil law* é *anti-sandbagging*. Assim, ainda que o contrato adote um sistema autônomo de declarações e garantias, se o adquirente deseja se precaver contra as

---

<sup>324</sup> **Art. 441.** A coisa recebida em virtude de contrato comutativo pode ser enjeitada por vícios ou defeitos ocultos, que a tornem imprópria ao uso a que é destinada, ou lhe diminuam o valor.

<sup>325</sup> **Art. 457.** Não pode o adquirente demandar pela evicção, se sabia que a coisa era alheia ou litigiosa.

<sup>326</sup> GREZZANA, Giacomo. Cláusula de irrelevância da ciência previa do adquirente sobre contingências da sociedade-alvo em alienações de participação societária. **Revista de direito das sociedades e dos valores mobiliários**. Vol. 11. Ed. Almedina. Junho de 2020, p. 112-120.

<sup>327</sup> OLIVEIRA, Caio Raphael Marotti de. **A Cláusula Pro-Sandbagging (Conhecimento Prévio) em Contratos de Alienação de Participação Acionária**. 2020. Dissertação (Mestrado em direito) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo (USP), São Paulo. Orientador: Prof. Dra. Juliana Krueger Pela, p. 158.

contingências conhecidas, deve este optar por incluir uma cláusula específica autorizando o seu conhecimento prévio no instrumento contratual.

## 5 CONCLUSÃO

Concluída a investigação acerca da aplicação das cláusulas de *sandbagging* no âmbito dos negócios jurídicos empresariais, constatou-se que não há óbices, no direito brasileiro, para que esse modelo contratual transplantado da *common law* seja lícito e produza plenamente seus efeitos jurídicos. Os principais fundamentos para sua licitude é a autonomia privada e a força obrigatória dos contratos empresariais, reforçados através do art. 421-A, II, da Lei 13.874/19.

Verifica-se que a cláusula *pro-sandbagging* – atrelada as cláusulas de declarações e garantias – apenas reforça a responsabilidade contratual do vendedor decorrente da concretização dos riscos assumidos por meio de obrigações de garantia. De acordo com a mencionada cláusula, o comprador reserva expressamente o seu direito indenizatório resultante da falsidade das declarações e garantias, ainda que já tivesse o conhecimento sobre essa falsidade antes do fechamento do contrato.

Restou-se demonstrado neste trabalho que, no âmbito dos contratos de lucro, definição criada por Antônio Junqueira de Azevedo e que se adequa perfeitamente ao objeto desse estudo, a autonomia privada é o princípio que prevalece dentre a multiplicidade de incidências principiológicas em uma relação obrigacional. Sucede que, apesar disso, a sua execução está condicionada a observância dos princípios e regras que compõem o ordenamento regedor do contrato, os quais exercem papel limitador da pretensão das partes em prol da manutenção da ordem pública. Ou seja, a boa-fé objetiva, nos termos do art. 422 e art. 2.035, parágrafo único, ambos do CC, atua como balizadora e limitadora do exercício da autonomia privada, ainda que se trate de contratos empresariais.

Ademais, constatou-se também que o influxo de modelos contratuais da *common law*, ainda que mundialmente tidos como as melhores práticas de negociação, requer cuidado ao serem inseridos no mundo jurídico do *civil law*. Isso porque, aquele sistema é regido por princípios e regras distintos que privilegia a ampla liberdade de contratar das partes, através de princípios como a *parol evidence rule* e *caveat emptor*, que embora reconheça o instituto da boa-fé, este apresenta conotação completamente distinta em comparação ao papel exercido pela boa-fé objetiva no direito brasileiro.

Apesar disso, conclui-se que o direito contratual norte-americano e inglês devem ser utilizados, a partir do direito comparado, como instrumentos auxiliares para a interpretação das cláusulas de *sandbagging* no cenário brasileiro, considerando o desenvolvimento doutrinário e

jurisprudencial nesses países sobre o tema e a sofisticação da prática jurídica no âmbito dos contratos de M&A.

Foi visto ainda que, no âmbito dos contratos de alienação de participação societária, a alocação de riscos definida no contrato, sendo esse resultado final de um processo dinâmico de negociações deve ser respeitado. Diante dessa modalidade contratual, cabem as partes buscarem se informar sobre a sociedade-alvo que está sendo alienada, de modo que é comum a realização de um processo de *due diligence* por parte do comprador e a prestação de cláusulas de declarações e garantias, essas que criam verdadeiras obrigações de garantia, cuja desconformidade gera, independente de culpa, a responsabilidade contratual por parte do vendedor. Nesses casos, se o contrato restar omissivo e se constatado que a parte compradora sabia que as garantias prestadas eram manifestamente falsas, a doutrina majoritária do *civil law*, entende que a responsabilidade contratual indenizatória do vendedor não se configuraria (abordagem *anti-sandbagging*).

Por outro lado, quando resguardado os direitos do comprador mediante a previsão de uma cláusula *pro-sandbagging*, o conhecimento a respeito da falsidade das garantias não será um elemento considerado para fins de atribuição da responsabilidade do vendedor pelos remédios contratuais. Estas podem atuar como verdadeiras alocações de riscos ou como forma de ajuste de pagamento (nesses casos quando se tem a certeza da concretização do risco e do seu dano antes do fechamento - custos *ex post*).

Por conseguinte, analisou-se que no direito norte-americano, as cláusulas de *sandbagging* são validas e produzem efeitos jurídicos, inclusive, nos Estados em que um posicionamento *anti-sandbagging* é adotado. Quanto a aplicação da cláusula não existem controvérsias.

Entretanto, quando os contratos são silentes em relação ao tema, o comprador terá que aceitar as consequências da insegurança jurídica do instituto. Nos EUA, Delaware e Nova York são as jurisdições consideradas adeptas de uma abordagem *pro-sandbagging*. Nada obstante, nem mesmo nessas esferas existe um entendimento consolidado e seguro sobre a matéria. Na jurisdição nova yorkina entende-se, inclusive, que se o comprador descobriu que as declarações e garantias eram falsas a partir das informações fornecidas pelo vendedor antes do fechamento, teria ele renunciado os remédios contratuais por *breach of warranty*.

Em seguida, utilizando-se da experiência jurídica da *common law*, foi analisada, a luz do direito brasileiro, a aplicação da cláusula *pro-sandbagging* nos contratos empresariais, que hoje em dia é uma realidade na prática dos contratos de alienação de participação societária.

Constatou-se que a mencionada cláusula é lícita e eficaz, ressalvadas as hipóteses de dolo, erro, vícios redibitórios ou nos casos de violação a um dever informacional específico decorrente da boa-fé objetiva.

Portanto, se a cláusula *pro-sandbagging* foi inserida sem a intenção ardilosa, ou seja, descaracterizada a hipótese de dolo por omissão e constatada que a cláusula, por si só, não viola diretamente nenhuma norma cogente do ordenamento jurídico brasileiro, via de regra, a cláusula é lícita.

A *sandbagging*, devidamente prevista no instrumento contratual, cuja inserção foi permitida pela parte vendedora e consubstanciada no preço da operação, não viola os preceitos da boa-fé. Todavia, as condições em que foi negociada, a depender do caso concreto, podem vir a torná-las ilícitas ou ineficazes.

Com o objetivo de aprofundar no tema apreciado, foram analisados quatro principais argumentos, destacados por Caio Raphael Marotti de Oliveira em sua dissertação de mestrado, que são utilizados pela doutrina para fundamentar uma alegação de invalidade ou ineficácia das cláusulas *pro-sandbagging*.

Quanto aos deveres informativos do comprador, via de regra, não existem. Para que o comprador tenha um dever de informar o vendedor sobre a sua própria prestação é preciso que se verifique requisitos específicos e de difícil constatação. É necessário que exista uma assimetria informacional entre comprador e vendedor e que este último não tivesse como, mediante diligência própria, conhecer da informação. Utilizou-se para a fundamentação desse tópico os requisitos criados por Muriel Fabre-Magnan. Assim, após a verificação dos requisitos no caso concreto, é que poderá ser possível constatar a existência de um dever de informação por parte do comprador, que caso violado resulta na ineficácia da cláusula *pro-sandbagging*, nos termos do art. 422, do CC.

Ressaltou-se ainda que o “conhecimento” do comprador precisaria ser verificado de acordo com o caso concreto, ou seja, se o comprador tomou conhecimento de um fato que gera uma mera dúvida razoável quanto a falsidade daquela declaração, não haveria um dever de prestar informações.

Quanto ao dolo por omissão, quando preenchidos os seus requisitos, pode gerar tanto a anulação da cláusula por dolo essencial ou a ineficácia por dolo acidental, a verificação acerca da classificação do dolo também dependerá da análise de cada caso concreto.

Por fim, quanto aos argumentos de *venire contra factum proprium* e renúncia tácita, constatou-se que esses fundamentos não são ilegítimos para sustentar uma hipótese de invalidade ou ineficácia, pois diante da expressa previsão da cláusula, esses institutos não se verificam. Apesar disso, diante de contratos omissos quanto ao conteúdo da *sandbagging*, os referidos argumentos subsistem para afastar a responsabilidade contratual do vendedor.

Posto isso, verificou-se que, em casos de silêncio, o regime legal brasileiro adota uma abordagem *anti-sandbagging*, através de uma interpretação analogia dos arts. 441 e 457 do CC. Isso significa que se o comprador não se resguardou dos seus direitos, ao conhecer acerca da existência de um vício no objeto da alienação e nada faz, é porque teria renunciado sua prerrogativa contratual de indenização.

Sendo assim, pode-se concluir que, embora não se relacione com as hipóteses de erro, dolo e violação ao dever informativo da boa-fé objetiva, as cláusulas *pro-sandbagging* são recepcionadas pelo direito empresarial brasileiro, cuja sua principal função é resguardar os direitos ressarcitórios do comprador e reafirmar a responsabilidade contratual do vendedor, ainda que os riscos de contingências, garantidos no contrato, já fossem conhecidos. Apesar disso, as normas relacionadas a prática *pro-sandbagging* estão longe de serem previsíveis, tampouco tidas como absolutas, mormente porque não há precedentes judiciais brasileiros acerca do tema.

## REFERÊNCIAS

- ABBEL, Mark; HOBBS, Victoria. Duty of Good Faith in Franchise Agreements – A Comparative Study of The Civil and Common Law Approacher in the EU. **International Journal of Franchising Law**, nº 1, 2014. Disponível em: <https://www.twobirds.com/~media/pdfs/brochures/franchising/the-duty-of-good-faith-in-franchise-agreements.pdf>. Acesso em: 11 de maio de 2021.
- ALMEIDA, Carlos Ferreira de. **Contratos**. Coimbra: Almedina. Vol. 1, 4ª edição, 2008.
- AMERICAN BAR ASSOCIATION. **Model stock purchase agreement with commentary**. v. I. 2nd Ed. Chicago: American Bar Association, 2010.
- AMERICAN LAW INSTITUTE. **Restatement (Second) of Contracts**. 1981.
- ANCONA LOPEZ, Teresa. Princípios Contratuais. In: FERNANDES, W. (coord.). **Fundamentos e Princípios dos Contratos Empresariais**. 2a ed. São Paulo: Saraiva, 2013, cap. 1, p. 21-92.
- ANGELAKOS, Dimitrios; MIZIOLEK, Aleksandra. Sandbagging: from poker to the world of mergers and acquisitions. **Michigan Bar Journal**, jun. 2013. Disponível em: <https://www.michbar.org/file/journal/pdf/pdf4article2216.pdf>. Acesso em 01 de julho de 2021.
- ANTUNES, José Engrácia. A empresa como objeto de negócios - "Asset Deals" versus "Share Deals". **Revista da Ordem dos Advogados (ROA)**, Vol. 2/3, n.º 68, 2008, p. 715-793.
- AVERY, Daniel; WEINTRAUB, Daniel H. **Trends in M&A Provisions: “Sandbagging” and “Anti-Sandbagging” Provisions**, 2011. Disponível em: <https://www.goulstonstorrs.com/publications/trends-in-ma-provisions-sandbagging-and-anti-sandbagging-provisions/>. Acesso em 02 de junho de 2021.
- AZEVEDO. Antônio Junqueira de. **Negócio Jurídico: Existência, validade e eficácia**. São Paulo: Saraiva, 4ª edição, 2002.
- AZEVEDO. Antônio Junqueira de. **Estudos e Pareceres de Direito Privado**. São Paulo: Saraiva, 2004.
- AZEVEDO, Antônio Junqueira de. **Novos Estudos e Pareceres do Direito Privado**. São Paulo: Saraiva Jur. 2009, 1ª edição.
- BRASIL. **Código Civil**, de 10 de janeiro de 2002. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/2002/110406compilada.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406compilada.htm). Acesso em 27 de abril de 2021.
- BRASIL, **Lei 13.874**, de 20 de setembro de 2019. Modificou o Código Civil de 2002. Brasília, DF, 20 set. 2019. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2019-2022/2019/lei/L13874.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2019/lei/L13874.htm). Acesso em 27 de abril de 2021.

BENACCHIO, Marcelo. **Responsabilidade civil de terceiro por lesão à situação jurídica contratual**. 2005. Tese (Doutorado em direito) – São Paulo, PUC/SP. Orientador: Prof. Dr. Nelson Nery Jr.

BENETTI, Giovana. **Dolo no Direito Civil: uma análise da omissão de informações**. São Paulo: Quartier Latin, 2019.

**Black Law Dictionary**. Disponível em: <https://thelawdictionary.org/exclusion-clause/>. Acesso em: 05 de julho de 2021.

BOMFIM, Daniela Santos. **A fundamentação jurídica da oponibilidade dos contratos perante terceiros**. Tese. 2018 (Doutorado em direito), Universidade de São Paulo (USP), orientador: Dr. Prof. Alessandro Hirata.

BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. **Compra e venda de participações societárias de controle**. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

CARTWRIGHT, John. **Contract Law: an introduction to the English Law of contract for the civil lawyer**. 3ª ed. Oxford, Portland: Bloomsbury, 2016.

CARVALHO, Jorge Morais. **Os limites à liberdade contratual**. Coimbra: Almedina, 2016.

CHASE, Daniel L. M&A after Eagle Force: An Economic Analysis of Sandbagging Default Rules. **California Law Review**, 108, no. 5, October/2020, p. 1665-1681.

CBS Inc. v. Ziff-Davis Publishing, Co , 75 N.Y.2d 496. Date Decided: February 8, 1990. Court of Appeals of the State of New York. Disponível em: <https://law.justia.com/cases/new-york/court-of-appeals/1990/75-n-y-2d-496-0.html>. Acesso em 01 de julho de 2021.

CHITTY, Joseph Junior. **Chitty on contracts**. Vol 1: general principles. 32ª ed. Londres: Thomson Reuter, 2015.

CITOLINO, Carolina Bosso. **Indenização pelo Descumprimento da Cláusula de Declarações e Garantias no Brasil**. 2013. Monografia (Pós-Graduação em Direito) – Insper, São Paulo. Orientador: André Antunes Soares de Camargo. Disponível em: <http://dspace.insper.edu.br/xmlui/handle/11224/1277>. Acesso em 10 de junho de 2021.

Cobalt Operating, LLC v. James Crystal Enters., No. Civ. A. 714-VCS. Date decided: July 20, 2007. Court of Chancery of the State of Delaware, New Castle County. Disponível em: <https://law.justia.com/cases/delaware/court-of-chancery/2007/94730-1.html>. Acesso em 04 de julho de 2021.

COELHO, Fabio Ulhôa. **Princípios do direito comercial: com anotações ao projeto de código comercial**. São Paulo: Saraiva, 2012.

COELHO, Fábio Ulhôa. A Alocação De Riscos E A Segurança Jurídica Na Proteção Do Investimento Privado. **Revista de Direito Brasileira**, São Paulo, v. 16, n. 6, jan./abr. 2017.

COLE, Brandon. Knowledge Is Not Necessarily Power: Sandbagging in New York M&A Transactions. **Journal of Corporation Law**, vol. 42, no. 2, Winter 2016, p. 445-460.

COMPARATO, Fábio Konder. **Ensaaios e Pareceres de Direito Empresarial**. Rio de Janeiro: Forense, 1978.

CONSTANTINESCO, Léontin-Jean. **Il método comparativo**. Torino: G. Giappichelli Editore, 2000.

CORDERO-MOSS, G. **Boilerplate Clauses, International Commercial Contracts and the Applicable Law**. New York: Cambridge, 2011.

CORDEIRO, Antônio Menezes. **Da Boa Fé no Direito Civil**. Coimbra: Almedina, 2007.

COUTO E SILVA, Clóvis V. do. **A Obrigação como Processo**, 1ª ed. Rio de Janeiro: FGV, 2006.

CRUZ, André Santa. **Contratos Empresariais**: volume único. 10ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2020.

DEPAMPHILIS, Donald M. **Mergers, acquisitions, and other restructuring activities: an integrated approach to process, tools, cases, and solutions**. EUA: Elsevie, 17ª ed., 2013.

DIDIER JR. Fredie; BOMFIM, Daniela Santos. **Pareceres**. Salvador: Jus Podivm, 2014.

DUCHEMIN, Matthew J. Whether Reliance on the Warranty is Required in a Common Law Action for Breach of an Express Warranty. **Marquette Law Review**, vol. 82, issue 3, 1999. Disponível em: <https://core.ac.uk/download/pdf/148688295.pdf>. Acesso em 29 de junho de 2021.

DURÁN, Alfonso Linares. La validez de la cláusula pro-sandbagging pactada en los contratos de compraventa de acciones y de activos en el sistema jurídico colombiano, **Revista de derecho privado**, n. 2, 2014, p. 1-25.

FARNSWORTH, E. A. **Contracts**. 4ª ed. New York: Aspen, 2004.

FERNANDES, W. **Cláusulas de Exoneração e de Limitação de Responsabilidade**. São Paulo: Saraiva, 2013.

FILHO, Calixto Salomão. Função social do contrato. **Revista dos Tribunais**, RT 823/67, maio/2004.

FILHO, Eduardo Tomasevicius. **O Princípio da Boa-fé no Direito Civil**. São Paulo: Almedina, 2020.

FORGIONI, Paula A. Apontamentos sobre algumas regras de interpretação dos contratos comerciais: Pothier, Cairu e Código Comercial de 1850. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, n. 141, jan./mar. 2006.

FORGIONI, Paula A. **Contratos Empresariais**: teoria geral e aplicação, 1ª ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2015.

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

French corporation v. Danish corporation. Final Award, ICC Case No. 12502. In: Yearbook Commercial Arbitration 2009 – Volume XXXIV. Kluwer Law International.

GILSON, Ronald J. Value Creation by Business Lawyers: Legal Skills and Asset Pricing. **The Yale Law Journal**, Vol. 94, Number. 2, December/1984. Disponível em: [https://scholarship.law.columbia.edu/faculty\\_scholarship/986](https://scholarship.law.columbia.edu/faculty_scholarship/986). Acesso em: 12 de junho de 2021.

GUIDI, Patrícia Velloso de Luna. **A Boa-Fé Contratual nos Sistemas Brasileiro e Americano**. 2018. Monografia (Pós-graduação em direito). Insper: São Paulo. Orientadores: Prof. Doutor Rodrigo Fernandes Rebouças e Prof. Doutora Maria Isabel Carvalho Sica Longhi. Disponível em: [http://dspace.insper.edu.br/xmlui/bitstream/handle/11224/1928/PATRICIA%20VELLOSO%20DE%20LUNA%20GUIDI\\_Trabalho.pdf?sequence=3](http://dspace.insper.edu.br/xmlui/bitstream/handle/11224/1928/PATRICIA%20VELLOSO%20DE%20LUNA%20GUIDI_Trabalho.pdf?sequence=3). Acesso em 24 de maio de 2021.

GOMES, Orlando. **Transformações Gerais do Direito das Obrigações**. 2ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1980.

GORESCU, Carla Pavesi. **Delimitação da Indenização em Operações de Fusões e Aquisições no Brasil**. 2019. Dissertação (Mestrado em Direito). Fundação Getúlio Vargas, Escola de Direito de São Paulo. Orientadora: Prof. Mariana Pargendler. Disponível em: <https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/28143>. Acesso em: 08 de julho de 2021.

GREZZANA, Giacomo Luiz Maria Oliveira. **A natureza jurídica da cláusula de declarações e garantias em alienação de participação societária**. 2019. Dissertação (Mestrado em direito) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo (USP). Orientador: Prof. Dr. Erasmo Valladão Azevedo. Disponível em: <https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-10072020-141555/pt-br.php>. Acesso em 14 de abril de 2021.

GREZZANA, Giacomo Luiz Maria Oliveira. **A cláusula de declarações e garantias em alienações de participações societárias**. São Paulo: Quartier Latin, 2019.

GREZZANA, Giacomo Luiz Maria Oliveira. Cláusula de irrelevância da ciência previa do adquirente sobre contingências da sociedade-alvo em alienações de participação societária. **Revista de direito das sociedades e dos valores mobiliários**. Vol. 11. Ed. Almedina. Junho de 2020, p. 105-133.

HARPER, Fowler V.; MCNELLY, Mary Coate. A Synthesis of the Law of Misrepresentation, **Minnesota Law Review**, v. XXII, n. 7, june/1938.

Interim Healthcare Inc. v. Spherion Corporation., C.A. No. 00C-09-180-JRS. Date decided: February 4, 2005. Superior Court of Delaware, New Castle County. Disponível em: <https://caselaw.findlaw.com/de-superior-court/1401296.html>. Acesso em 04 de julho de 2021.

JASTRZEBSKI, Jacek. “Sandbagging” and the Distinction Between Warranty Clauses and Contractual Indemnities. **UC Davis Business Law Journal**. Vol. 19, no. 2, Spring 2019, p.

207-252. Disponível em: <https://blj.ucdavis.edu/archives/vol-19-no-2/BLJ-19.2-Jastrzebski.pdf>. Acesso em 30 de junho de 2021.

KALANSKY, Daniel; SANCHEZ, Rafael Biondi. *Sandbagging Clauses* nas Operações de Fusões e Aquisições (M&A). In: BOTREL, Sergio; BARBOSA, Henrique (Orgs.). **Novos temas de Direito e Corporate Finance**. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 145-153.

KALANSKY, Daniel; PIRES, Catarina Monteiro; MUNIZ, Joaquim de Paiva; NUNES, Thiago Marinho; PELA, Juliana Krueger. **Arbitragem, M&A e Cláusula Sandbagging**. Webinar CI Arb Brazil Branch, set. 2020. Disponível em: [https://www.youtube.com/watch?v=9WYqHT9\\_7cI](https://www.youtube.com/watch?v=9WYqHT9_7cI). Acesso em 05 de julho de 2021.

Kazerouni v. De Satnick, No. C606247. Date decided: Mar. 20, 1991. Superior Court of Los Angeles County. Disponível em: <https://law.justia.com/cases/california/court-of-appeal/3d/228/871.html>. Acesso em 05 de julho de 2021.

KIMBALL, Griffith. Sandbagging: Eagle Force Holdings & the Market's Reaction. **Brigham Young University Law Review**. Vol. 46, no. 2, 2021. Disponível em: <https://digitalcommons.law.byu.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=3287&context=lawreview>. Acesso em 01 de julho de 2021.

KRAIEM, Rubén. Leaving Money on the table: contract practice in a low-trust environment. **Columbia Journal of Transnational Law**, vol. 42, 2004.

LARENZ, Karl. **Derecho civil – Parte general**. Trad. Esp: Miguel Izquierdo e Marcías-Picavea. Caracas: Edersa, 1978.

LUPION, Ricardo. Interpretação dos Contratos Empresariais – sem fobia e sem idolatria. **Revista da AJURIS**, v. 41, nº. 135. Setembro 2014, p. 406-423. Disponível em: <http://ajuris.kingghost.net/OJS2/index.php/REVAJURIS/article/view/342/277>. Acesso em 10 de maio de 2021.

Market Street Associates Limited Partnership v. Frey, 941 F.2d 588. Date decided: Aug. 27, 1991. U.S. Court of Appeals for the Seventh Circuit. Disponível em: <https://law.justia.com/cases/federal/appellate-courts/F2/941/588/403036/>. Acesso em: 16 de maio de 2021.

Martin v. Berens, 67 Pa. 459. Date Decided: February 27, 1981. Supreme Court of Pennsylvania. Disponível em: <https://cite.case.law/cited-by/1022556/>. Acesso em 15 de junho de 2021.

MARTINS-COSTA, J. Os Regimes do Dolo Civil no Direito Brasileiro: Dolo Antecedente, Vício Informativo por Omissão e por Comissão, Dolo Acidental e Dever de Indenizar. **Revista dos Tribunais**, v. 923, set./2012.

MARTINS-COSTA, Judith. Reflexões sobre o princípio da função social dos contratos. **Revista Direito GV**, vol.1, n. 1, maio de 2005. Disponível em: [http://www.idclb.com.br/httpdocs/revistas/29/revista29%20\(10\).pdf](http://www.idclb.com.br/httpdocs/revistas/29/revista29%20(10).pdf). Acesso em 04 de junho de 2021.

MARTINS-COSTA, Judith. **A boa-fé no direito privado: critérios para a sua aplicação**. São Paulo: Saraiva educação. 2ª edição. 2018.

MCKENDRICK, Ewan. Contract: in general. In: BURROWS, Andrew (ed.). **Principles of the English Law of obligations**. Oxford: Oxford University Press, 2017.

NEJM, Edmundo; BRUNA, Sérgio Varella. Due diligence: identificando contingências para prever riscos futuros. In: SADDI, Jairo (org.). **Fusões e aquisições: aspectos jurídicos e econômicos**. São Paulo: IOB, 2002

MELO, Diogo Leonardo Machado de. Princípios do Direito Contratual: autonomia privada, relatividade, força obrigatória e consensualismo. In: LOTUFO, Renan; NANNI, Giovanni Ettore (Coord.). **Teoria Geral dos contratos**. São Paulo: Atlas, 2011.

MENDES-MEDEIROS, Mariana. **Cláusulas de declarações e garantias: nos contratos internacionais de aquisição de empresas ou ativos**. 2006. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2006.

MIRANDA, Francisco Cavalcanti Pontes de. **Tratado de direito privado**. 4ª ed. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1983, t. III.

MORSELLO, Marco Fábio. Contratos existenciais e de lucro. Análise sob a ótica dos princípios contratuais contemporâneos. In: LOTUFO, Renan; NANNI, Giovanni Ettore; MARTINS, Fernando Rodrigues (Coord.). **Temas Relevantes do Direito Civil Contemporâneo**. São Paulo: ATLAS, 2012.

MOTA PINTO, Paulo Cardoso Correia da. **Declaração tácita e comportamento concludente no negócio jurídico**. Coimbra: Almedina, 1995.

MURPHY, Edward J. **Studies in Contract Law**. 5ª. ed. Nova Iorque: Foundation Press, 2003.

NEDZEL, Nadia E. A Comparative Study of Good Faith, Fair Dealing, and Precontractual Liability. **Tulane European & Civil Law Forum** 12. 1997, p. 97-158.

OLIVEIRA, Caio Raphael Marotti de. **A Cláusula Pro-Sandbagging (Conhecimento Prévio) em Contratos de Alienação de Participação Acionária**. 2020. Dissertação (Mestrado em direito) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo (USP), São Paulo. Orientadora: Prof. Dra. Juliana Krueger Pela.

PANHARD, Maxime. When Contractual Good Faith Meets a Controversial M&A Issue: The Sandbagging Practice in International Arbitration. **The International Lawyer**, Vol. 51, N. 01, 2018, p. 70-86.

PARGENDLER, Mariana. O direito contratual comparado em nova perspectiva: revisitando as diferenças entre os sistemas romano-germânico e de common law. **Revista Direito GV**, vol. 13, nº. 3, set-dez/2017, São Paulo, p. 796-826. Disponível em: <https://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/revdireitogv/article/view/73326>. Acesso em 10 de maio de 2021.

PARGENDLER, Mariana; GOUVÊA, Carlos Portugal. As Diferenças entre Declarações e Garantias e os Efeitos do Conhecimento. **FGV Direito SP Research Paper Series n. Forthcoming**, 2018. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3668391>. Acesso em 12 de junho de 2021.

PIRES, Catarina Monteiro. **Aquisição de Empresas e de Participações Acionistas: problemas e litígios**. Coimbra: Almedina, 2018.

PONTES, Evandro F. de. **Representations and Warranties no Direito Brasileiro**. 1ª ed. São Paulo: Almedina, 2014.

POPP, Carlyle. A eficácia externa dos negócios jurídicos. In: LOTUFO, Renan; NANNI, Giovanni Ettore (Coord.). **Teoria Geral dos contratos**. São Paulo: Atlas, 2011.

ROPPO, Enzo. **O contrato**. Coimbra: Livraria Almedina, 1988.

ROPPO, Vincenzo. **Il contratto del duemila**. 2ª ed. Torino: Giappichelli, 2005.

RUSSO, Fabio. Das cláusulas de garantia nos contratos de compra e venda de participações sociais de controle. **Direito das sociedades em revista**, v. 4, set. 2010.

SABADIN, Mariana Guerra. **Autonomia privada e licença para mentir** – uma investigação sobre a possibilidade de limitação contratual da responsabilidade por dolo. 2015. Dissertação (Mestrado em direito) – Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas. Orientadora: Prof. Mariana Pargendler. Disponível em: <http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/14296?show=full>. Acesso em 01 de junho de 2021.

SÃO PAULO. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. Apelação Cível Nº. 0001777-62.2010.8.26.0586. 18ª Câmara de Direito Privado do Tribunal de Justiça de São Paulo. Relator: Des. Henrique Rodrigo Clavasio. Julgado em 29 de janeiro de 2014. Disponível em: [www.esaj.tjsp.jus.br](http://www.esaj.tjsp.jus.br). Acesso em 24 de maio de 2021.

SÃO PAULO. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. Apelação Cível Nº 1084684-41.2014.8.26.0100. Trigésima Câmara de Direito Privado do Tribunal de Justiça de São Paulo. Relatora: Penna Machado. Julgado em 19 de abril de 2017. Disponível em: [www.esaj.tjsp.jus.br](http://www.esaj.tjsp.jus.br). Acesso em 16 de maio de 2021.

SCHREIBER, Anderson. **A proibição de comportamento contraditório: tutela de confiança e venire contra factum proprium**. São Paulo: Atlas, 2016.

SHADDEN, Stacey. How to sandbag your opponent in the unsuspecting word of high stakes acquisitions. **Creighton law review**, v. 47, 2014. Disponível em: <https://dspace2.creighton.edu/xmlui/bitstream/handle/10504/65318/47CreightonLRev459.pdf?sequence=4>. Acesso em 28 de junho de 2021.

SILVA, Eva Sónia Moreira da. **Da responsabilidade pré-contratual por violação dos deveres de informação**. Coimbra: Almedina, 2006.

SOUZA, Thelma de Mesquita Garcia e. **O dever de informar e sua aplicação ao contrato de seguro**. Tese (Doutorado em direito). 2012. Faculdade de Direito da USP: São Paulo. Orientadora: Dra. Prof. Rachel Sztajn. Disponível em: [https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-07062013-143302/publico/Thelma\\_Mesquita\\_Garcia\\_e\\_Souza\\_Tese\\_Completa.pdf](https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-07062013-143302/publico/Thelma_Mesquita_Garcia_e_Souza_Tese_Completa.pdf). Acesso em 02 de junho de 2021.

SUMMERS, Robert S. "Good Faith" in General Contract Law and the Sales Provisions of the Uniform Commercial Code. **Virginia Law Review**. Vol.54, march/1968, p. 195-267. Disponível em: <https://scholarship.law.cornell.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2408&context=facpub>. Acesso em 02 de junho de 2021.

TEPEDINO, Gustavo. Novos princípios contratuais e teoria da confiança: a exegese da cláusula to the best knowledge of the sellers. **Revista dos Tribunais**, Vol. 2, Novembro/2011.

THEODORO JR. Humberto. **O contrato e sua função social**. Rio de Janeiro: Forense, 2003.

TIMM, Luciano Benetti. Common Law e Contract Law: uma introdução ao direito contratual norte americano. **Revista do Instituto do Direito Brasileiro (RIDB)**. Vol. 01, 2012, nº. 1, p. 525-572. Disponível em: [http://www.cidp.pt/revistas/ridb/2012/01/2012\\_01\\_0525\\_0572.pdf](http://www.cidp.pt/revistas/ridb/2012/01/2012_01_0525_0572.pdf). Acesso em 22 de maio de 2021.

TREITEL, Günter. **The Law of Contract**. 14 Edition. Londres: Sweet & Maxwell, 2015.

VOGENAUER, Stefan. Interpretation of Contracts. In: BASEDOW, Jürgen; HOPT, Klaus J.; ZIMMERMANN, Reinhard, STIER, Andreas (eds.). **The Max Planck Encyclopedia of European Private Law**, Vol. 1. Croydon: Oxford University Press, 2012.

WALD, Arnaldo; MORAES, Luiza Rangel de; WAISBERG, Ivo. Fusões, incorporações e aquisições – aspectos societários, contratuais e regulatórios. In: WARDE JR., Walfrido Jorge (Coord.). **Fusão, Cisão, Incorporação e Temas Correlatos**. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

WALD, Arnaldo. Dolo Acidental do Vendedor e Violação das Garantias Prestadas. **Revista dos Tribunais**. Vol. 949, Novembro/2014, p. 95-103.

WEST, Glenn D.; SHAH, Kim H. Debunking the Myth of the Sandbagging Buyer: When Sellers Ask Buyers to Agree to Anti-Sandbagging Clauses, Who Is Sandbagging Whom? **The M&A Lawyer**. January 2007. Volume 11. Issue 1.

WEST, Glenn D.; LEWIS JR, W. Benton. Contracting to Avoid Extra-Contractual Liability - Can Your Contractual Deal Ever Really Be the “Entire” Deal? **The Business Lawyer**, Vol. 64, ago/2009, p. 999-1.038.

WHITEHEAD, Charles K. Sandbagging: Default Rules and Acquisition Agreements. 2011. **Cornell Law Faculty Publications**. Paper 919, p. 1081-1115. Disponível em: <http://scholarship.law.cornell.edu/facpub/919>. Acesso em 05 de junho de 2021.

ZALAF, Henrique Schmidt. **Necessidade de utilização de institutos estrangeiros em contratos de M&A**. Junho de 2020. Disponível em: <http://claudiozalaf.com.br/nsite/wp->

content/uploads/2020/06/Necessidade-de-utilizacao-de-institutos-estrangeiros-em-contratos-de-MA.pdf. Acesso em 21 de junho de 2021.

