

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE DIREITO
DEPARTAMENTO DE DIREITO PRIVADO E PROCESSO CIVIL

Natália Martins Rüdiger

**ASPECTOS DA CLÁUSULA DE INDENIZAÇÃO NOS CONTRATOS DE FUSÕES E
AQUISIÇÕES DO BRASIL**

Porto Alegre

2024

Natália Martins Rüdiger

**ASPECTOS DA CLÁUSULA DE INDENIZAÇÃO NOS CONTRATOS DE FUSÕES E
AQUISIÇÕES DO BRASIL**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado como requisito parcial para obtenção de grau de Bacharela em Ciências Jurídicas e Sociais pela Universidade Federal do Rio Grande do Sul.

Orientador: Prof. Dr. Luís Renato Ferreira da Silva

Porto Alegre

2024

CIP - Catalogação na Publicação

Rüdiger, Natália Martins
ASPECTOS DA CLÁUSULA DE INDENIZAÇÃO NOS CONTRATOS
DE FUSÕES E AQUISIÇÕES DO BRASIL / Natália Martins
Rüdiger. -- 2024.
78 f.
Orientador: Luis Renato Ferreira da Silva.

Trabalho de conclusão de curso (Graduação) --
Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Faculdade
de Direito, Curso de Ciências Jurídicas e Sociais,
Porto Alegre, BR-RS, 2024.

1. cláusulas de indenização. 2. operações de M&A.
3. danos. 4. declarações e garantias. 5.
responsabilidade civil. I. da Silva, Luis Renato
Ferreira, orient. II. Título.

Natália Martins Rüdiger

ASPECTOS DA CLÁUSULA DE INDENIZAÇÃO NOS CONTRATOS DE FUSÕES E
AQUISIÇÕES DO BRASIL

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado
como requisito parcial para obtenção de grau
de Bacharela em Ciências Jurídicas e Sociais
pela Universidade Federal do Rio Grande do
Sul.

Orientador: Prof. Dr. Luís Renato Ferreira da
Silva

Aprovado em: __ de agosto de 2024.

BANCA EXAMINADORA:

Prof. Dr. Luís Renato Ferreira da Silva

Orientador

Prof. Dr. Fabiano Menke

Prof. Dr. Gerson Luiz Carlos Branco

AGRADECIMENTOS

Aos meus pais, pelo acolhimento e amparo durante a minha caminhada educacional.

Aos meus avós, em especial à minha avó Maria Eleonor, que foi minha primeira professora e me ensina a cada conversa à mesa do café.

Aos meus irmãos, pela motivação diária.

Aos meus dindos, Aloycio e Jeani, também juristas, por todo o suporte e incentivo.

À Luiza, pela compreensão da minha ausência durante os meses finais e por todo o amor e apoio constante.

À juíza Dra. Fabiana Zaffari Lacerda, por me introduzir ao direito civil.

Ao Souto Correa Advogados, pela confiança e oportunidade de crescimento. Em especial, a Isabelle Bueno, Leila Fonini, Luis Felipe Spinelli, Martha Termignoni e Raquel Stein, por serem verdadeiros mentores e por despertarem uma motivação contínua na minha trajetória jurídica.

Ao Prof. Luís Renato Ferreira da Silva, pela disponibilidade, correção e revisão deste trabalho, bem como pelas aulas magníficas ministradas durante o curso.

Por fim, à Faculdade de Direito da UFRGS, nosso castelinho, que foi uma verdadeira casa durante esses cinco anos. Agradeço especialmente às incríveis Alice Moreira, Anna Carolina Carrion, Luiza Vargas e Júlia Maineri, que tornaram a graduação mais leve.

RESUMO

O presente trabalho pretende contribuir com as discussões acerca da cláusula de indenização inserida nos contratos de fusões e aquisições do Brasil, que estão cada vez mais detalhadas, visando cumprir com sua função de alocação de riscos, para que não restem lacunas diante de eventual dever de indenizar pelas partes. Para isso, buscou-se pesquisar na doutrina os entendimentos sobre os aspectos envolvidos pela cláusula, revisitando conceitos iniciais, como a responsabilidade civil contratual e o dever de indenizar, e, após isso, partindo para a análise dos elementos que compõe a cláusula, como os principais danos negociados entre as partes, as garantias prestadas, os limites estabelecidos e o procedimento realizado quando ocorre o dever de indenizar.

Palavras-chave: cláusulas de indenização; operações de M&A; danos; declarações e garantias; responsabilidade civil.

ABSTRACT

This study aims to contribute to discussions about the indemnity clause included in mergers and acquisitions contracts in Brazil, which are becoming increasingly detailed, with the aim of fulfilling their function of allocating risks, so that there are no loopholes in the event of a duty to indemnify on the part of the parties. To this end, we sought to research the doctrinal understandings on the aspects involved in the clause, revisiting initial concepts such as contractual civil liability and the duty to indemnify, and then moving on to analyze the elements that make up the clause, such as the main damages negotiated between the parties, the guarantees provided, the limits set, and the procedure carried out when the duty to indemnify occurs.

Key-words: indemnity clauses; M&A transactions; damages; representations and warranties; civil liability.

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	6
2	O DEVER DE INDENIZAR E SUA APLICAÇÃO NOS CONTRATOS DE FUSÕES E AQUISIÇÕES	9
2.1	A RESPONSABILIDADE CIVIL CONTRATUAL	9
2.2	A INCIDÊNCIA DO DEVER DE INDENIZAR	14
2.3	A CLÁUSULA DE INDENIZAÇÃO COMO MECANISMO DE ALOCAÇÃO DE RISCOS	16
2.4	PRINCIPAIS DANOS NEGOCIADOS NA CLÁUSULA DE INDENIZAÇÃO	21
2.5	VALIDADE DA LIMITAÇÃO DE RESPONSABILIDADE NO ORDENAMENTO JURÍDICO BRASILEIRO	30
2.6	REMÉDIOS EXTRACONTRATUAIS	34
3	ELEMENTOS DA CLÁUSULA DE INDENIZAÇÃO NOS CONTRATOS DE FUSÕES E AQUISIÇÕES	40
3.1	QUEBRA DAS DECLARAÇÕES E GARANTIAS	40
3.1.1	<i>A boa-fé objetiva nos contratos empresariais</i>	45
3.1.2	<i>O dever de informar</i>	47
3.1.3	<i>A cláusula de sandbagging</i>	50
3.2	LIMITES ESTABELECIDOS	53
3.3	GARANTIAS DA INDENIZAÇÃO	56
3.3.1	<i>As espécies de garantias</i>	57
3.4	PROCEDIMENTO DA INDENIZAÇÃO	62
4	CONCLUSÃO	68
	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	70

1 INTRODUÇÃO

Na década de 1980 e início da década de 1990, os contratos de fusões e aquisições no Brasil eram relativamente simples, com poucas cláusulas, sendo que a cláusula de indenização era estruturada em um cenário simplificado, de maneira mais genérica, em que o vendedor apenas respondia pelas perdas incorridas até a data do fechamento da operação, ou seja, até a efetiva transferência das quotas ou ações ao comprador, e, a partir de então, o adquirente assumiria pelas contingências da empresa-alvo.

Mais tarde, ao final da década de 1990, com a abertura da economia brasileira ao mercado internacional e com as consequentes privatizações decorrentes da globalização, os contratos de fusões e aquisições passam a ter como parte empresas estrangeiras, mais especificamente, companhias norte-americanas.

Dessa forma, as operações brasileiras passam a ter como padrão os contratos de *share purchase agreements* (SPAs), utilizando como referência os modelos contratuais provenientes dos Estados Unidos da América¹, com cláusulas de indenização mais robustas, envolvendo diversos critérios: a definição de “perdas”, com a exclusão ou inclusão de certos danos, a delimitação de responsabilidade, os limites da indenização através de critério quantitativos e temporais, cláusula de *sandbagging*, as garantias prestadas, entre outros aspectos.

Assim, a indenização torna-se uma cláusula que é exaustivamente negociada entre as partes da operação, visto que é um verdadeiro mecanismo de alocação de riscos, tornando-se uma parte central do contrato de compra e venda de participação societária. Nesse sentido, o presente trabalho tem como objetivo analisar a cláusula de indenização disposta nos contratos de fusões e aquisições do Brasil de forma crítica, verificando os entendimentos das doutrinas acerca dos temas discutidos, bem como ressaltando a importância de seu detalhamento e extraíndo as peculiaridades que estão envolvidas na formação da cláusula, a fim de investigar seu acionamento

¹ Conforme esclarecido por Renato Berger: “[...] utilizando como referência as práticas e modelos desenvolvidos nos Estados Unidos, as partes envolvidas em operações de M&A costumam seguir, mundialmente, um padrão razoavelmente parecido de contrato de fusões e aquisições”. Ainda, destaca que, “na formulação contratual básica, o vendedor das ações obriga-se a indenizar o comprador por determinadas perdas que o comprador – ou a própria companhia – vier a sofrer após o fechamento do negócio” (BERGER, Renato. **Temas complexos de direito empresarial**: resolução de questões concretas. 1. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 162.)

principalmente em cenários pós-fechamento da operação, ou seja, quando o comprador já passou a deter o controle da empresa-alvo e acaba surgindo uma contingência materializada, decorrente do período de gestão do vendedor.

Para isso, serão apresentadas as soluções normalmente adotadas nos casos concretos, destacando como a cláusula de indenização em operações de M&A pode ser uma aliada para refletir a vontade das partes, além de explorar as interpretações de aspectos que a envolvem diante do ordenamento jurídico brasileiro.

O trabalho está dividido em duas partes. A primeira discorrerá sobre o dever de indenizar e sua aplicação nos contratos de alienação de participação societária, a partir de considerações iniciais sobre a responsabilidade civil contratual e o dever de indenizar; a função da cláusula de indenização, que atuará como uma espécie de alocação de riscos; os danos negociados, que farão ou não parte da indenização devida à parte lesada, observando os entendimentos doutrinários; a validade da cláusula que limita a reponsabilidade das partes no ordenamento jurídico brasileiro, analisando as disposições da legislação que a legitimam e, por fim, as pretensões extracontratuais que podem ser pleiteadas além da cláusula da indenização fixada no contrato, visando alcançar um valor superior ao que foi limitado, bem como uma eventual anulação do negócio jurídico.

Na segunda parte, o trabalho busca dissertar sobre os elementos que formam a cláusula de indenização nos contratos de fusões e aquisições, como o descumprimento (“quebra”) das declarações e garantias, que acaba sendo o principal motivo da cláusula ser utilizada. Ainda, discutirá os limites quantitativos e temporais estabelecidos na cláusula, como o mecanismo de limitação em um valor máximo (*cap*); o *de minimis*, que exclui da indenização de valores irrelevantes; *basket*, que condiciona a obrigação de indenizar à concentração de um determinado valor, convencionado entre as partes e a limitação temporal de apenas indenizar por um período determinado após o fechamento da operação.

Ademais, o trabalho também analisa as garantias prestadas para que o pagamento de indenização seja assegurado, como a abertura de uma conta *escrow*, onde parte do preço ficará retida até que se tenha certeza de que a eventual contingência não se materialize, tornando-se uma perda efetiva para o comprador. Por fim, será examinado o procedimento da indenização, em um cenário onde já ocorreu determinada perda, sendo necessário notificar a parte indenizável. Quando as

demandas envolverem terceiros, veremos que o procedimento se torna um pouco mais complexo.

2 O DEVER DE INDENIZAR E SUA APLICAÇÃO NOS CONTRATOS DE FUSÕES E AQUISIÇÕES

Antes do aprofundamento no estudo da cláusula de indenização inserida nos contratos brasileiros de fusões e aquisições, faz-se necessário o resgate de considerações iniciais referentes ao conceito de responsabilidade civil, bem como a incidência do dever de indenizar na hipótese de descumprimento contratual.

2.1 A responsabilidade civil contratual

Na doutrina, a responsabilidade civil é analisada através da dicotomia entre reponsabilidade civil contratual e responsabilidade civil extracontratual. Caso o indivíduo infrinja um dever jurídico, este fica obrigado por indenizar. Tal dever, que é passível de violação, pode ter como fonte uma relação jurídica preexistente, originária de um contrato, ou, ainda, esse dever pode ter como fato gerador a própria lei ou algum preceito geral do Direito².

Desse modo, se o vínculo obrigacional já existe entre as partes, e o dever de indenizar decorre do inadimplemento total ou parcial de alguma obrigação contratual, tem-se a reponsabilidade contratual, também conhecida como ilícito contratual ou relativo. Por outro lado, se o dever se manifesta em razão de lesão a um direito subjetivo, sem qualquer ligação entre a parte indenizadora e a parte indenizável, então há a ocorrência da reponsabilidade extracontratual, também conceituada como ilícito aquilino ou absoluto³, estando fundada na culpa. Ambas as responsabilidades estão sujeitas às consequências do regime de inadimplemento.

Para o estudo do contrato de compra e venda de participações societárias e, conseqüentemente, da análise da cláusula de indenização inserida no referido contrato, interessa apenas a responsabilidade contratual. Vale dizer que seus efeitos também decorrem da pretensão de execução específica da obrigação objeto de inadimplemento, de acordo com medidas processuais⁴, como a tutela específica da

² CAVALIERI FILHO, Sergio. **Programa de reponsabilidade civil**. 12. ed. São Paulo: Atlas, 2015. p. 33.

³ *Ibidem*. p. 33.

⁴ MIRAGEM, Bruno. **Responsabilidade Civil**. 1. ed. São Paulo: Saraiva, 2015. p. 90.

obrigação disciplinada no artigo 461 do Código de Processo Civil (CPC), bem como o direito de resolução do contrato, que passará a titular o credor que sofre a violação⁵.

A configuração do inadimplemento contratual também pode estar inserida em uma obrigação sujeita a um termo, condição ou encargo. Dessa forma, uma indenização poderá ser exigível de acordo com o que for estabelecido entre as partes⁶, podendo remédios serem acionados na hipótese de descumprimento de algum dever. Este é o caso da “quebra” de declarações e garantias⁷ estabelecidas no contrato de fusões e aquisições, cuja cláusula está diretamente articulada com a cláusula de indenização pactuada entre as partes.

No que diz respeito aos pressupostos da responsabilidade contratual, Sérgio Cavalieri Filho conceitua três situações⁸. A primeira diz respeito à existência de um contrato válido entre as partes, que irá impor o cumprimento de deveres específicos através do princípio da obrigatoriedade, visto que, uma vez celebrado o contrato, comprador e vendedor estarão vinculados. Contudo, o contrato não irá produzir efeitos na hipótese de nulidade⁹, como é o caso do vício pré-contratual, que acaba por afetar a validade do contrato (e.g. incapacidade absoluta de qualquer das partes). A nulidade está entre as causas desde a formação do contrato, impossibilitando a produção de efeitos (diferente do que ocorre na resolução, rescisão e rescisão, que se dão em momentos posteriores).

O segundo pressuposto seria a inexecução contratual. Para o autor, não bastaria apenas a existência de um contrato válido para uma responsabilidade contratual ser gerada. É necessário incidir um ilícito contratual por qualquer dos contraentes, que será identificado através da mora ou inadimplemento. Aqui, temos

⁵ AGUIAR JR., Ruy Rosado. **Extinção do contrato por incumprimento do devedor**. De acordo com o novo Código Civil. 2. ed. Rio de Janeiro: Aide, 2004, p. 95.

⁶ MIRAGEM, Bruno. **Responsabilidade Civil**. 1. ed. São Paulo: Saraiva, 2015. p. 92.

⁷ A análise das declarações e garantias está no item 3.1 do presente trabalho.

⁸ CAVALIERI, Sérgio. **Programa de Reponsabilidade Civil**. 12. ed. rev. ampl. São Paulo: Atlas, 2015, p. 375- 381.

⁹ Podemos ressaltar, aqui, que o contrato nulo pode eventualmente gerar obrigação de indenizar no âmbito de responsabilidade pré-contratual (a chamada culpa *in contrahendo*), abrangida pela responsabilidade extracontratual. “Sistematizando as hipóteses, a responsabilidade pré-contratual abarca: (a) o injusto recesso das tratativas; (b) danos causados à pessoa ou ao patrimônio durante as negociações; (c) a conclusão de contrato nulo, anulável ou ineficaz; (d) a ausência ou defeituosidade de informações que seriam devidas e pela falta culposa de veracidade de informações prestadas; (e) falsas representações na fase das tratativas desde que culposas, não recaindo no dolo, que é abrangido por figura específica [dolo antecedente]; e (f) danos culposamente causados por atos ocorridos na fase das negociações, quando tenha sido validamente constituído o contrato.” (MARTINS-COSTA, Judith. **A boa fé no direito privado: critérios para a sua aplicação**. São Paulo: Marcial Pons, 2015, p. 418).

dois elementos de suma importância atrelados à cláusula indenizatória. A mora é uma das formas de inadimplemento, também conhecida como inadimplemento relativo, sendo conceituada como uma não-realização da prestação devida pelo devedor da obrigação, no tempo, lugar ou forma convencionados no contrato ou nos termos da lei¹⁰. Pontes de Miranda ensina que, a palavra “mora” decorre do latim *memor*, que designa o termo “memória”¹¹. Sendo assim, a mora pode ser definida pelo esquecimento de algo que deveria ser prestado, mas acabou não sendo, acarretando retardo àquela prestação convencionada entre as partes.

O inadimplemento, contudo, é regido pelo art. 475 do Código Civil (CC): “A parte lesada pelo inadimplemento pode pedir a resolução do contrato, se não preferir exigir-lhe o cumprimento, cabendo em qualquer dos casos, indenização por perdas e danos”. Assim, pela redação do dispositivo, o termo induz ao rompimento contratual por fato imputável ao devedor. Percebe-se, então, que na responsabilidade contratual, a indenização é acionada como substituição da prestação estabelecida e não-adimplida.

Por fim, o último pressuposto diz respeito ao dano e ao nexo causal, ambos também presentes na responsabilidade extracontratual. Com relação ao nexo causal, o Código Civil, em seu art. 403, trata especificamente da causalidade na responsabilidade contratual. O dispositivo exige que entre a inexecução e o dano tenha uma relação direta e imediata. Mesmo que a inexecução resulte de dolo pelo devedor, as perdas e danos só irão incluir prejuízos materializados, bem como os lucros cessantes por efeito direto e imediato. A expressão “direto e imediato” aduz uma relação causal entre o descumprimento obrigacional e o dano, sendo que o dano deverá ser uma consequência da inexecução da obrigação pactuada. Caso exista causa superveniente atribuída a terceiros ou ao credor, o nexo causal é rompido e o agente causador fica exonerado de responsabilidade, tendo em vista o aparecimento de outra causa alheia ao contrato¹².

Ainda no que concerne à responsabilidade civil, é necessária a análise da definição de “perdas e danos”, assim como do conceito de indenização, no que tange

¹⁰ MARTINS-COSTA, Judith. **Comentários ao Novo Código Civil: Do Inadimplemento das Obrigações**, arts. 389 a 420, Volume V, Tomo II. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009. p. 323-326.

¹¹ PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. **Tratado de Direito Privado**. Rio de Janeiro: Borsó, 1958, Tomo XXIII, § 2.798, p. 117.

¹² CAVALIERI, Sérgio. **Programa de Responsabilidade Civil**. 12. ed. rev. ampl. São Paulo: Atlas, 2015, p. 378.

os contratos de fusões e aquisições de empresas. Verificando os artigos 389¹³ e 402¹⁴ do Código Civil, nota-se que, no caso de inadimplemento, o devedor pagará as perdas e danos, formadas pelos danos emergentes (o que foi efetivamente perdido) e pelos lucros cessantes (o que deixou de lucrar), bem como juros, atualização monetária e honorários de advogado¹⁵. Insta salientar, que, na prática, a definição de perda nos termos definidos do contrato da operação é exaustivamente negociada, pois determinará quais aspectos serão ou não indenizáveis.

Nesse sentido, a definição do conceito de “perda” se divide em dois aspectos: **(i)** em quais ocasiões haverá uma obrigação de indenizar assumida por qualquer das partes, de acordo com as regras estabelecidas no contrato; e **(ii)** o que deve ser considerado uma “perda”, para os fins da aquisição. A definição pode ser mais extensa e detalhada ou mais simplificada, a depender da complexidade da operação em questão, devendo ser considerado o preço de aquisição e demais valores envolvidos, o porte da empresa a ser adquirida, a confiança existente entre as partes, as contingências encontradas na *due diligence* e demais fatores¹⁶. Contudo, nos últimos anos, os contratos de M&A tendem a ser cada vez mais elaborados e com mais páginas, resultantes de uma negociação longa e com discussões exaustivas, e conseqüentemente, com cláusulas mais detalhadas¹⁷.

Há contratos em que se refere genericamente a perdas, prejuízos ou danos, sem haver uma definição minuciosa nos termos correlatos. Neste caso, é necessário recorrer aos artigos 402 a 405 do Código Civil, embora não se trate de indenizações advindas de inexecução de obrigações pactuadas. Todavia, é usual que, na maioria dos contratos, haja um termo definido especificamente para o conceito de perda, no início do próprio instrumento, ou ainda, anexo ao contrato juntamente com os demais

¹³ CC - Art. 389. Não cumprida a obrigação, responde o devedor por perdas e danos, mais juros, atualização monetária e honorários de advogado.

¹⁴ CC - Art. 402. Salvo as exceções expressamente previstas em lei, as perdas e danos devidas ao credor abrangem, além do que ele efetivamente perdeu, o que razoavelmente deixou de lucrar.

¹⁵ GORESCU, Carla Pavesi. **Delimitação da Indenização em Operações de Fusões e Aquisições no Brasil**. São Paulo: Ed. Almedina, 2020, p. 17.

¹⁶ ROBERT, Bruno e GORGULHO, Lucas. Cláusula de Indenidade em Contratos de M&A: A inclusão de lucros cessantes como perdas indenizáveis. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von; PEREIRA, Rafael Setoguti J. **Fusões e Aquisições (M&A)**. São Paulo: Quartier Latin, 2022. p. 97.

¹⁷ Destaca-se que os contratos de M&A dobraram de tamanho, aumentando de cerca de 35 páginas para 88 páginas, em um período de 20 anos, entre 1994 e 2014, bem como a complexidade linguística aumentou consideravelmente, com novos termos. (*Why Have M&A Contracts Grown? Evidence from Twenty Years of Deals*. Harvard John M. **Olin Discussion Paper Series. Discussion Paper No. 889**. 2016. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2862019. Acesso em: 12 de abril de 2024.

termos definidos, com o intuito de reduzir as incertezas quanto à delimitação do que entraria ou não quando as “perdas” são citadas. A determinação do conceito de “perda indenizável” deve ter uma redação cuidadosa, a fim de evitar decisões judiciais ou arbitrais no futuro, incompatíveis com a alocação de riscos definida entre as partes¹⁸.

Desse modo, na definição de “perdas”, é frequente estar presente elementos como danos, obrigações, prejuízos, perdas, custos, desembolsos e consectários (juros, multas, despesas, custas processuais, honorários periciais e advocatícios). Para o comprador, é interessante que a cláusula esteja o mais detalhada possível, abarcando diversos elementos (contrato mais *buyer-friendly*¹⁹). Já o vendedor irá reivindicar por uma cláusula mais genérica e menos minuciosa, com uma definição enxuta, visto que seu dever de indenizar estará mais restrito. Vejamos um exemplo usual de definição de “perdas”, utilizada em grandes operações:

“Perdas” significa todas as perdas, danos, custos, gastos, despesas, multas de qualquer natureza, insubsistências ativas, responsabilidades, indenizações, débitos, condenações, obrigações, pagamentos, desembolsos, prejuízos, correção monetária, juros remuneratórios, moratórios e/ou compensatórios, honorários periciais, advocatícios (contratuais ou de sucumbência) e/ou de árbitro, ônus de sucumbência, custas, taxas (administrativos, judiciais ou arbitrais), inclusive os respectivos acréscimos ou penalidades. Para fins deste Contrato, as Partes acordam que, exceto no que diz respeito à verificação de insubsistências ativas, o momento em que uma Parte Indenizável incorrer em determinada Perda corresponderá ao momento no qual (i) tal Parte Indenizável efetivamente desembolsar qualquer montante relacionado à referida Perda; e/ou (ii) uma Autoridade Governamental exigir de tal Parte Indenizável o pagamento de qualquer montante em relação à referida Perda;

Assim, ainda que a expressão “perdas” seja a mais utilizada nos termos definidos, outros termos semelhantes também são empregados. Todos eles, como os citados acima, fazem referência a quaisquer danos sofridos por qualquer uma das partes (normalmente o comprador), por ato da outra parte, ou pessoa

¹⁸ EIZIRIK, Nelson. **M&A: Regime societário e contratual**. 1. ed. São Paulo: 2024, p. 230.

¹⁹ Os contratos intitulados de *buyer-friendly*, ou seja, favoráveis ao comprador, estão cada vez mais fortes após a crise financeira de 2007 e a pandemia do Covid-19. Entre algumas cláusulas favoráveis ao adquirente, podemos citar a Cláusula MAC (*material adverse change*), que estabelece a possibilidade de o comprador não prosseguir com a aquisição caso, no período interstício (entre *signing* e *closing*), ocorra um evento adverso, definido nos termos do contrato (***The future of buyer-friendly terms in M&A***). Disponível em: <https://cms.law/en/media/local/cms-cmno/files/publications/publications/rebound-remodel-the-future-of-buyer-friendly-terms-in-ma>. Acesso em: 10 abr. 2024.

afiliada/relacionada à parte, nas hipóteses e limites estabelecidos no contexto contratual²⁰.

Já a indenização, em sentido amplo, compreende não só a indenização por equivalente pecuniário (sentido estrito), mas também a reposição natural (reposição *in natura* ou específica)²¹. No contrato estudado para o presente trabalho, o mais usual é utilizar a indenização em sentido estrito, fixando montantes em pecúnia para compensar eventual perda. Contudo, também é possível a aplicação de reposição natural, como a substituição de um ativo com vício, como uma máquina, ou, ainda, a aquisição de equipamento que foi listado nas declarações e garantias, mas que na verdade não existia²². Também é possível que sejam cumulados os dois tipos de indenização, quando a reparação *in natura* for insuficiente para abarcar as perdas e danos sofridas pelo credor²³.

2.2 A incidência do dever de indenizar

No ordenamento jurídico brasileiro, o dever de indenizar é configurado a partir da constatação da reponsabilidade civil, seja ela contratual ou extracontratual²⁴.

O Código Civil de 2002 incluiu a obrigação de indenizar como forma autônoma de obrigação, acrescentando redação aos artigos 927²⁵ e seguintes. Essa obrigação visa tornar *indemne* o indivíduo lesado, ou seja, fazer com que a vítima da situação retorne ao *status quo*, como se não se tivesse ocorrido o fato danoso²⁶. Ainda, o artigo 389 do Código Civil dispõe acerca do inadimplemento pelos seus efeitos. O uso do

²⁰ EIZIRIK, Nelson. **M&A: Regime societário e contratual**. 1. ed. São Paulo: 2024, p. 230.

²¹ MARTINS-COSTA, Judith. Do inadimplemento das obrigações. *In*: TEIXEIRA, Sálvio de Figueiredo (coord.). **Comentários ao Novo Código Civil**. Volume V, Tomo II (arts. 389-420). Rio de Janeiro: Editora Forense, 2004, p. 94.

²² GORESCU, Carla Pavesi. **Delimitação da Indenização em Operações de Fusões e Aquisições no Brasil**. São Paulo: Ed. Almedina. 2020. p. 17.

²³ “A pretensão a perdas e danos corresponde, assim, a uma das modalidades de reparação, a saber, a indenização pelo equivalente pecuniário, a qual poderá, como visto, existir cumulativamente à reparação natural ou independentemente dela.” (MARINO, Francisco Paulo de Crescenzo. Perdas e danos. *In*: LOTUFO, Renan e NANNI, Giovanni Ettore (coord.). **Obrigações**. São Paulo: Atlas, 2011, p. 661).

²⁴ GONÇALVES, Carlos Roberto. **Responsabilidade Civil**, 15ª ed. São Paulo: Saraiva, 2014, p.35-36.

²⁵ CC - Art. 927. Aquele que, por ato ilícito (arts. 186 e 187), causar dano a outrem, fica obrigado a repará-lo.

Parágrafo único. Haverá obrigação de reparar o dano, independentemente de culpa, nos casos especificados em lei, ou quando a atividade normalmente desenvolvida pelo autor do dano implicar, por sua natureza, risco para os direitos de outrem.

²⁶ CAVALIERI FILHO, Sérgio. **Revista da EMERJ**, v. 6, n. 24, 2003. Disponível em: https://www.emerj.tjrj.jus.br/revistaemerj_online/edicoes/revista24/revista24_31.pdf. Acesso em: 16 abr. 2024.

conceito de inadimplemento sugere o não-cumprimento, pelo devedor, das obrigações estabelecidas, e pelo credor, da recepção da contraprestação, no tempo, lugar e forma acordados entre as partes²⁷.

A partir da leitura conjunta destes artigos, depreende-se que, mesmo que um contrato de fusões e aquisições não estabeleça uma cláusula robusta de indenização, ou, até mesmo, não exista a cláusula dentro do contrato, perdas e danos eventuais decorrentes da operação poderiam ser reivindicadas nos termos dos referidos artigos. Contudo, é usual que a cláusula de indenização seja bem detalhada no contexto da operação e negociada exaustivamente, a fim de utilizá-la como mecanismo de alocação de riscos. A previsão do dever de indenizar é dispensada nas operações “porteira fechada”, visto que, nesta modalidade, o comprador adquire a sociedade-alvo no estado em que se encontra, isentando o vendedor acerca de eventuais perdas e se passivos e contingências foram ou não informados. Em contrapartida, o vendedor reduz o preço de aquisição.²⁸

Como se trata de uma relação contratual, é possível que as partes estabeleçam livremente diversas regras acerca da indenização devida. Entretanto, a fixação do dano em uma transação de M&A pode sofrer restrições pela aplicação de normas subsidiárias estabelecidas em nossa legislação, como é o caso do princípio da reparação integral, previsto no artigo 944, *caput*, do Código Civil, que estabelece a imposição de reparar os danos sofridos pela vítima em toda a sua extensão, sem, contudo, permitir que ela enriqueça indevidamente²⁹.

Na prática comercial norte-americana, o escopo do dever de indenizar limita-se às violações das declarações e garantias prestadas. Por outro lado, nos contratos brasileiros, a obrigação é mais ampla, abrangendo o passado da empresa-alvo analisado durante a *due diligence*, mesmo que eventual perda não esteja coberta nas declarações e garantias. Usualmente, a definição do termo “perda” no contrato desdobra-se em dois aspectos: **(i)** quais as hipóteses em que há o dever de indenizar assumido por uma das partes e; **(ii)** o que deve ser considerando uma perda.

²⁷ MARTINS-COSTA, Judith. **Comentários ao Novo Código Civil: Do Inadimplemento das Obrigações**, arts. 389 a 420, Volume V, Tomo II. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009.

²⁸ PERLMAN, Marcelo e PEREIRA, Rafael Setoguti. A cláusula de indenização nos contratos de M&A como mecanismo de alocação de riscos. **Migalhas**. 21 ago. 2020. Disponível em: <https://www.migalhas.com.br/depeso/332311/a-clausula-deindenizacao-nos-contratos-de-m-a-como-mecanismo-de-alocacao-de-riscos>. Acesso em: 18 de abril de 2024.

²⁹ GORESCU, Carla Pavesi. **Delimitação da Indenização em Operações de Fusões e Aquisições no Brasil**. São Paulo: Ed. Almedina. 2020. p. 40.

As cláusulas indenizatórias em contratos de fusões e aquisições usualmente determinam a obrigação de indenizar pela quebra de declarações e garantias dispostas no contrato, ou ainda, pela omissão ou imprecisão da declaração prestada pelo vendedor, que possa ser conhecida pelo comprador até a data do fechamento; pelo materialização de contingências pelas quais a parte indenizadora se responsabilizou, normalmente anteriores ao fechamento; descumprimento de obrigações pela parte ou de suas partes relacionada; e eventuais contingências que possam surgir pós-fechamento.

2.3 A cláusula de indenização como mecanismo de alocação de riscos

Nos contratos de fusões e aquisições, há uma situação pré-contratual, que ocorrerá preliminarmente à celebração do contrato de compra e venda, o momento do *signing*. Esse *pre-signing* tem como cenário uma *due diligence* (auditoria), com a análise de diversos documentos disponibilizados pela empresa-alvo a ser adquirida, sob diversos aspectos, como societários, financeiros, tributários, ambientais, comerciais, trabalhistas, regulatórios, contábeis e *compliance*. Os assessores do comprador preparam solicitações referentes a todas essas áreas (*due diligence checklist*), a fim de acumular o maior número possível de informações acerca da empresa-alvo. Contudo, mesmo que certa informação não tenha sido perguntada pelo comprador, o vendedor não ficaria eximido de revelar contingências que não foram questionadas de forma expressa³⁰

O termo *due diligence* remete ao direito romano e ao dever de conduta, como um *bonus pater familiae*. Passa a ser utilizado com força desde o *Securities Act* de 1933 dos EUA, possibilitando a investigação pelos compradores interessados em adquirir participações societárias³¹. Assim, tem como objetivo uma melhor compreensão da empresa-alvo que será adquirida, podendo, a depender do que for encontrado, negociar um ajuste de preço, realizar uma avaliação dos riscos de certa contingência (*assessment*) e reduzir a exposição do vendedor a eventuais

³⁰ BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. **Compra e venda de Participações Societárias de Controle**. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 358-359.

³¹ CARVALHO, Bruno Caetani e ZANINI, Carlos Klein. *A Due Diligence e os Deveres Fiduciários em Operações de M&A de Companhias Abertas*. In: **Fusões e Aquisições (M&A)**. São Paulo: Quartier Latin, 2022, p. 69-71.

reclamações feitas pelo comprador, tendo em vista que as contingências já serão conhecidas pelo adquirente.

Catarina Monteiro Pires, ao analisar a doutrina alemã, verifica quatro funções exercidas pela *due diligence*: **(i)** identificação de circunstâncias e riscos que podem influenciar na decisão ou não da aquisição; **(ii)** identificar circunstâncias e riscos que serão objeto da cláusula de declarações e garantias; **(iii)** identificar ou esclarecer vicissitudes que influenciam na composição do preço de aquisição e; **(iv)** providenciar um “retrato” da empresa-alvo, que poderá servir de comparação para eventuais indenizações futuras, como uma forma de documento probatório³².

O vendedor deverá disponibilizar os documentos solicitados onde, historicamente, eram deixados em um arquivo físico de uma sala (*data room*), e, atualmente através de alguma plataforma virtual (*virtual data room* ou VDR). Ademais, os vendedores devem prontificar seus assessores a prestar eventuais esclarecimentos dos documentos enviados, sendo usual que haja uma troca de perguntas e repostas entre as partes (Q&A)³³.

Dessa forma, a formulação das declarações e garantias, já em um momento contratual, é extraída a partir das conclusões da *due diligence* e devem manter um diálogo com as demais etapas da operação, como a elaboração do relatório de auditoria, que conterà os principais riscos, podendo estar de forma sumarizada, e com o próprio contrato de compra e venda de participação societária, refletindo na elaboração das declarações e garantias, bem como nas definições de garantias para os passivos encontrados. Assim, a cláusula de declarações e garantias está diretamente ligada e vinculada à cláusula de indenização, visto que seu descumprimento ou inadimplemento acarretará o acionamento do dever de indenizar. Normalmente, a incidência da indenização será pós-contratual (*ex post*), quando as quotas ou ações já foram transferidas para o comprador.

Desse modo, como regra geral, há alocação de riscos entre comprador e vendedor, através da determinação do escopo indenizável de cada contraente (a definição das “perdas indenizáveis”)³⁴, a fim de prever um mecanismo de

³² PIRES, Catarina Monteiro. **Aquisições de empresas e de participações acionistas: problemas e litígios** – (Monografias). Coimbra: Almedina, 2018, p. 33.

³³ MUNIZ, Joaquim de Paiva. **Introdução às Operações de Compra e Venda de Participação Societária**: Manual de M&A. São Paulo: Quartier Latin, 2024, p. 40.

³⁴ BARI FERREIRA, Ivo; VILELA, Renato. Breves comentários sobre a cláusula de limitação de responsabilidade em contratos de compra e venda de participações societárias no Brasil: *In*: Marcelo

compensação patrimonial *ex post*, para eventuais prejuízos futuros causados entre as partes, ou até mesmo terceiros, e eventualmente refletir essa perda em ajuste no preço de aquisição, em momento *ex ante*. A cláusula acaba por distinguir o campo dos valores e riscos previsíveis da empresa adquirida, e, assim, refletir tais contingências no preço de aquisição, do campo dos valores e riscos pouco mensuráveis, cuja materialização estimula comprador e vendedor a não o fazer, apenas disciplinando o possível prejuízo através de negociação e obrigações futuras de indenizar³⁵.

O risco principal do vendedor é o de não receber o preço, ou a sua integralidade, quando o pagamento for feito em parcelas. Já para o comprador, o risco é de pagar um preço exorbitante, pelo desconhecimento de certas contingências da empresa-alvo, ou ainda, por ser obrigado a pagar certas contingências futuras que se materializam, e que não foram conhecidas durante a auditoria, como impostos, reclamações trabalhistas, passivos tributários, questões ambientais e regulatórias³⁶. Dessa forma, a discussão em torno da avaliação da empresa-alvo é um dos pontos principais da negociação. Vale dizer que não há um “preço justo”, visto que o preço acaba refletindo o valor que o vendedor estima com relação a sua empresa, bem como a expectativa do vendedor com relação aos lucros que a empresa pode gerar. Assim, ambas as partes acabam por fazer concessões mútuas até fixarem um preço considerável³⁷.

Pode-se dizer que são duas as principais formas de regulação do mecanismo de alocação de riscos e responsabilidades com relação as contingências da empresa a ser adquirida: a primeira pode se dar através do ajuste de preço, mediante inclusão de cláusula de “*earn-out*” no contrato, por exemplo, na qual a complementação do pagamento do preço pelo vendedor é feita em um momento futuro, com condições previamente acordadas, normalmente visando o atingimento de resultados que o vendedor afirmara ser alcançáveis pela empresa-alvo em certo período de tempo. Assim, uma parcela do preço fica condicionada, ou seja, sujeita a condições

Vieira von Adamek e Rafael Setoguti J. Pereira (coord.). **Fusões e Aquisições (M&A)**. São Paulo: Quartier Latin, 2022, p. 359.

³⁵ ROBERT, Bruno e GORGULHO, Lucas. Cláusula de Indenidade em Contratos de M&A: A inclusão de lucros cessantes como perdas indenizáveis. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von; PEREIRA, Rafael Setoguti J. **Fusões e Aquisições (M&A)**. São Paulo: Quartier Latin, 2022, p. 94.

³⁶ EIZIRIK, Nelson. **M&A: Regime societário e contratual**. 1. ed. São Paulo: 2024, p. 228.

³⁷ *Ibidem*. 228.

suspensivas, ao atingimento de certas metas financeiras, estratégicas e operacionais³⁸.

Já a segunda forma de alocação de riscos é justamente mediante a cláusula de indenização. Se não for possível evitar o risco ou retornar ao *status quo*, as partes buscam substituir as consequências geradas pela materialização das contingências por equivalente econômico, ou seja, através do ressarcimento de danos³⁹. O estabelecimento de uma boa cláusula de indenização gera benefícios para ambas as partes, visto que, para o possível causador do dano, haverá uma previsibilidade para as consequências de seus atos, possibilitando que contrate seguros mais favoráveis. Já para a parte que sofre os danos, há uma equação de riscos, pois provavelmente o custo da contingência relacionada a um evento que poderia ou não ocorrer não foi incorporado ao preço⁴⁰.

Para James Freund, a cláusula de indenização inserida no contrato de fusões e aquisições é uma maneira do vendedor alegar “[h]ere is what we will pay you if it turns out we have breached one of our representations.”⁴¹, sendo que consistiria em desvantagens como a diminuição do preço do ativo, na hipótese de o comprador não receber um ativo que foi declarado, ou ter recebido, mas o valor não estar condizente com o que foi afirmado.

No processo de negociação do contrato, é perceptível uma assimetria de informações entre comprador e vendedor⁴². Ao iniciar o processo de venda, o vendedor é detentor da maioria das informações sobre a empresa-alvo, das quais o comprador não terá total acesso até a efetiva transferência da empresa, em um

³⁸ PIVA, Luciano Zordan. **O Earn-Out na Compra e Venda de Empresas**. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 30.

³⁹ FERNANDES, Wanderley. **Cláusulas de Exoneração e de Limitação de Responsabilidade**. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 95.

⁴⁰ FERNANDES, Wanderley. **Cláusulas de Exoneração e de Limitação de Responsabilidade**. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 96.

⁴¹ FREUND, James C. **Anatomy of a merger: strategies and technique for negotiating corporate acquisitions**; New York: Law Journal Press, 1975, p. 159.

⁴² Com relação à assimetria informacional, vale destacar a lição de GILSON, Ronald J. Gilson e Bernard S. Black acerca das cláusulas de declarações e garantias: GILSON, Ronald J.; BLACK, Bernard S. **The law and finance of corporate acquisitions**. Nova York: Foundation Press, 2001, p. 1565. Tradução livre: “A assimetria entre a extensão das declarações e garantias do comprador e empresa-alvo resultam do diferente caráter dos seus papéis na transação. Numa situação extrema, em que uma transação toda feita em dinheiro é assinada e concluída ao mesmo tempo, o único fator referente ao comprador, que será de interesse da empresa-alvo, é que o cheque tenha fundos. Conforme o lapso temporal entre a execução e a conclusão aumenta, e a remuneração é alterada, passa de dinheiro para outra forma, como ações ou dívidas, cuja precificação dependa de futura performance do adquirente, a empresa-alvo começa a absorver algumas características de um comprador e a assimetria na extensão das declarações e garantias é reduzida.”

momento pós-fechamento. Dessa forma, as regras de indenização não possuem fins apenas para preservação e reparação do patrimônio afetado, mas sim atuam como um mecanismo de alocação de riscos entre as partes, com o objetivo de otimização do preço de aquisição e de incentivo de atitudes saudáveis entre as partes em eventuais contingências⁴³.

Diante da assimetria de informações, é comum que comprador e vendedor tenham uma percepção distinta acerca de determinado risco, que poderá ser materializado futuramente, mas que ainda é incerto. Assim, na prática, são utilizados alguns critérios para a incidência da indenização e para a devida alocação desse risco. Um dos critérios seria que o ônus da indenização recaísse sobre a parte que dispõe de maior capacidade para mitigar o risco, ou seja, a parte mais capaz de suportar a efetivação de uma determinada contingência ou agravamento de prejuízo.

Um outro critério seria justamente atribuir a responsabilidade para a parte com maior acesso à informação com relação ao risco, afinal, tal parte teria melhores condições para avaliação deste risco. A assimetria de informações também explica a regra usual do vendedor suportar contingências do passado, pré-fechamento, e o comprador pelas contingências do futuro, pós-fechamento, tendo como data-base o dia da assinatura do termo de fechamento e a consequente transferências das quotas ou ações, juntamente com o pagamento do preço de aquisição.

Ainda, existem cláusulas específicas que também atuam como um mecanismo de alocação de riscos, como é o caso das garantias de indenização, também chamada de *warranties*, que incluem o depósito parcial do preço em uma conta denominada *escrow*, fiança de controladores do comprador, bens imóveis ou retenção de preço. Desse modo, é uma tentativa de mitigar a assimetria de informações que existe entre comprador e vendedor, bem como a dificuldade de acesso a dados da empresa dentro um tempo relativamente curto em uma operação de M&A.

⁴³ PERLMAN, Marcelo e PEREIRA, Rafael Setoguti. A cláusula de indenização nos contratos de M&A como mecanismo de alocação de riscos. **Migalhas**. 21 ago. 2020. Disponível em: <https://www.migalhas.com.br/depeso/332311/a-clausula-deindenizacao-nos-contratos-de-m-a-como-mecanismo-de-alocacao-de-riscos>. Acesso em: 18 de abril de 2024.

2.4 Principais danos negociados na cláusula de indenização

A cláusula de indenização, nos contratos de fusões e aquisições, abrange algumas espécies de danos que são exaustivamente negociadas entre as partes, para definir se irão ou não fazer parte do escopo das “perdas” sofridas a serem indenizadas. Nesse sentido, essa seção analisará, sem a intenção de esgotar o tema, os conceitos dos principais danos envolvidos em operações de M&A, a saber: **(i)** lucros cessantes; **(ii)** perda de uma chance; **(iii)** danos extrapatrimoniais e **(iv)** danos indiretos⁴⁴.

Antes de adentrar nas referidas espécies, é importante resgatar o conceito de dano no ordenamento jurídico brasileiro. Judith Martins-Costa ensina que dano não é um conceito dado, mas sim construído e situado⁴⁵. Não é um conceito dado pois não há uma definição expressa no Código Civil, mas é situado visto que é amplamente debatido e moldado pela doutrina e pela jurisprudência brasileira. Ainda, os danos somente serão indenizáveis caso sejam certos (juridicamente provados), diretos e imediatos, nos termos do artigo 403 do Código Civil⁴⁶.

Normalmente, vemos a aplicação do conceito de dano para designar contextos distintos. Ora se refere ao dano como lesão de qualquer bem jurídico, ora se refere ao dano como uma violação ao patrimônio. Desse modo, pode-se dizer que, com relação à primeira afirmação, o dano pode atingir qualquer desvantagem experimentada pelos bens jurídicos, abrangendo danos patrimoniais e não patrimoniais, como a vida, honra, bem-estar, patrimônio e integridade física⁴⁷. Já na segunda afirmação, em sentido mais estrito, o dano é relativo ao desfalque de bem com valor pecuniário.

Em nosso ordenamento, a palavra perda acaba sendo definida com o mesmo sentido do termo dano. Assim, perda e dano formariam o dano emergente. Agostinho Alvim⁴⁸ ensina que se deve empregar a expressão danos e interesses, para abarcar

⁴⁴ GORESCU, Carla Pavese. **Delimitação da Indenização em Operações de Fusões e Aquisições no Brasil**. São Paulo: Ed. Almedina, 2020, p. 40-58.

⁴⁵ MARTINS-COSTA, Judith. Os danos à pessoa no direito brasileiro e a natureza de sua reparação. *In*: Martins-Costa, Judith (org.). **A reconstrução do direito privado**. São Paulo: Editora RT, 2002, p. 409.

⁴⁶ EIZIRIK, Nelson. **M&A: Regime societário e contratual**. 1. ed. São Paulo: 2024, p. 238.

⁴⁷ ENNECCERUS, Ludwig; LEHMANN, Henrich. **Derecho de Obligaciones**. Buenos Aires: Bosch, 1948, parágrafo 10, v. 1.

⁴⁸ ALVIM, Agostinho. **Da inexecução das obrigações e suas consequências**. São Paulo: Saraiva, 1980, 5. ed., p. 175.

além do dano emergente aquilo que se deixou de ganhar, os chamados lucros cessantes. Ainda, no contexto das operações, a expressão conjunta “perdas e danos” também é utilizada para definir uma só realidade, não sendo duas figuras autônomas, exprimindo a ideia de prejuízo⁴⁹.

Considerando a visão normativa do dano, esse é visualizado como uma lesão a um interesse jurídico digno de tutela, traduzindo a função da indenização como um mecanismo de compor os interesses lesados. Essa visão relacionada aos interesses acaba por determinar a extensão do dano a ser indenizado, conforme mencionado por Clóvis do Couto e Silva⁵⁰.

Vale dizer que são diversas as classificações para o termo de dano. Pode ser dividido como dano patrimonial e extrapatrimonial, moral puro ou moral reflexo e imediato ou mediato, conforme ensina Araken de Assis⁵¹. Por outro lado, Francisco Marino discorre que o dano pode significar a lesão de um interesse, bem como à consequência da lesão (prejuízo), podendo haver a existência de dois tipos de danos: o dano-evento, que seria uma lesão à pessoa, ao patrimônio ou à terceiros (conhecido como dano por ricochete), e o dano-prejuízo, que abrange o dano patrimonial, moral e social⁵².

Ademais, o Código Civil disciplina o ressarcimento de duas espécies de danos: danos emergentes e lucros cessantes, podendo ser presentes ou futuros, desde que materializados. O dano emergente é o prejuízo de fato sofrido ante o inadimplemento de uma obrigação contratual, apurando-se a situação do caso concreto, as consequências na situação financeira do credor e as provas acerca da extensão do dano⁵³.

Discorrido sobre o conceito de dano, passa-se a analisar as espécies de danos citadas no início da seção, com o intuito de verificar os principais aspectos trazidos pela doutrina, bem como sob a ótica das negociações dentro da operação de M&A.

⁴⁹ MARMITT, Arnaldo. **Perdas e danos**. Rio de Janeiro: Aide, 1987, p. 9.

⁵⁰ COUTO E SILVA, Clovis V. do. O conceito de dano no Direito brasileiro e comparado. In: FRADERA, Vera Maria Jacob de (org.). **O Direito Privado brasileiro na visão de Clóvis do Couto e Silva**. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 1997, p. 218-219.

⁵¹ ASSIS, Araken de. Liquidação do dano. **Revista dos Tribunais n.º 759/1999**, São Paulo: Revista dos Tribunais, 1999, p. 11-23.

⁵² MARINO, Francisco Paulo de Crescenzo. Perdas e danos. In: LOTUFO, Renan e NANNI, Giovanni Ettore (coord.). **Obrigações**. São Paulo: Atlas, 2011, p. 655-656.

⁵³ GORESCU, Carla Pavesi. **Delimitação da Indenização em Operações de Fusões e Aquisições no Brasil**. São Paulo: Ed. Almedina, 2020, p. 39.

A primeira espécie de dano a ser analisada são os lucros cessantes, estabelecidos no artigo 402 do Código Civil⁵⁴, e verificados a partir da frustração do direito de uma das partes daquilo que se deixou de ganhar em razão do ilícito praticado pela outra parte. Dessa forma, nota-se que a doutrina prevê alguns requisitos para a definição do ressarcimento de lucros cessantes: **(i)** o dano deve ter sido injustamente sofrido pela parte lesada; **(ii)** o dano sofrido deve ter nexos causal direto e imediato com a conduta do agente causador e **(iii)** deverá haver a certeza do dano, ou seja, uma vez verificada a sequência de eventos ocorridos após o ato praticado pela parte indenizadora, o dano não teria ocorrido ou, caso ocorrido, não teria a mesma extensão que se deu⁵⁵. Com relação ao item “**iii**”, Gisela Sampaio da Cruz Guedes acredita que os tribunais devem julgar com base nas probabilidades e não em possibilidades.

Alguns autores divergem acerca do grau de prova necessário para se constatar os lucros cessantes e medir sua extensão. Agostinho Alvim e Caio Mário da Silva Pereira compreendem que os lucros cessantes dependem de prova rigorosa por parte do credor⁵⁶. Por outro lado, Gisela Sampaio da Cruz Guedes acredita que os lucros cessantes não devem exigir uma prova absoluta, bastando apenas uma prova mínima com relação ao dano sofrido⁵⁷. Giovanni Nanni, em meio-termo, diz não ser necessária prova absoluta, tampouco prova mínima, mas sim uma probabilidade razoável diretamente vinculada ao caso concreto⁵⁸.

Desse modo, num contexto de operação que envolve fusões e aquisições de empresas, a cláusula de indenização pode prever danos ensejadores dos lucros cessantes, em hipóteses de eventuais prejuízos incorridos pelo comprador ou pela empresa-alvo caso uma planta fabril venha a ser interditada ante a ausência de licença que foi declarada como regular durante a negociação, impedindo seu funcionamento, e, conseqüentemente deixando de lucrar. Ainda, a perda do direito de uso de marca,

⁵⁴ CC - Art. 402. Salvo as exceções expressamente previstas em lei, as perdas e danos devidas ao credor abrangem, além do que ele efetivamente perdeu, o que razoavelmente deixou de lucrar.

⁵⁵ GUEDES, Gisela Sampaio Cruz. **Lucros cessantes: do bom-senso ao postulado normativo da razoabilidade**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011, p. 78.

⁵⁶ ALVIM, Agostinho. **Da inexecução das obrigações e suas consequências**. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 1980, p. 189; PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Obrigações e contratos: pareceres de acordo com o Código Civil de 2002. Parecer 4**. Rio de Janeiro: Forense, 2011, p. 56.

⁵⁷ GUEDES, Gisela Sampaio Cruz. **Lucros cessantes: do bom-senso ao postulado normativo da razoabilidade**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011, p. 96.

⁵⁸ NANNI, Giovanni Ettore. A Fixação do Dano na Jurisprudência Arbitral. **Revista Brasileira de Arbitragem**, Comitê Brasileiro de Arbitragem CBar & IOB, volume IX, nº 36, 2012, pp. 7 – 26. Acesso online pelo Kluwer Arbitration, em 4 de junho de 2024.

domínio ou propriedade intelectual pela empresa-alvo em razão de uma demanda de terceiros em que se alega que a empresa-alvo na verdade não é detentora dos direitos, sendo que foram informados nas declarações e garantias⁵⁹.

Outra espécie de dano comum a ser negociada em uma operação de M&A é a perda de uma chance, instituto de origem francesa que surge no final do século XIX, através da expressão *perte d'une chance*⁶⁰. Aqui, vale discorrer brevemente sobre o primeiro precedente que deu origem à teoria, em 1911, no caso *Chaplin vs. Hicks*, em que a autora da demanda era uma das cinquenta finalistas em um concurso de beleza, mas teve sua participação interrompida pelo réu. Assim, aplicou-se a teoria para configurar o dano da perda de uma chance, condenando o réu pelo dever de indenizar, quantificando a indenização na proporção da chance que a autora teria para ganhar o concurso.

Alguns autores consideram que a perda de uma chance seria uma modalidade de lucro cessante, outros a classificam como uma espécie de dano emergente, e outros ainda a definem como uma espécie de dano patrimonial autônomo. Uma quarta corrente fala que deve ser analisado o caso concreto para definir a natureza jurídica, não estado restrita apenas a danos patrimoniais⁶¹.

Para a doutrina francesa, o termo significa a probabilidade de obtenção de lucro ou de evitar uma perda, sendo um sinônimo para a perda de oportunidade, caso fôssemos traduzir a expressão da melhor forma⁶². Assim, a perda de uma chance seria a perda real de oportunidade para a obtenção de uma vantagem ou de evitar prejuízo cometido de forma culposa por outra parte, somente indenizando uma parcela desta perda, e não considerando que de fato seria aproveitada tal oportunidade, visto que é uma situação hipotética. Ainda, a reparação da perda de uma chance deve ser analisada sob a certeza de que tal oportunidade seria aproveitada, bem como a probabilidade de obter eventual benefício ou de evitar um prejuízo causado por terceiros.

Assim, para quantificar a perda, a doutrina francesa estabeleceu que, diante dos casos concretos em que ocorre a perda, seria necessário verificar o grau de

⁵⁹ GORESCU, Carla Pavesi. **Delimitação da Indenização em Operações de Fusões e Aquisições no Brasil**. São Paulo: Ed. Almedina, 2020, p. 42.

⁶⁰ SILVA, Rafael Peteffi da. **Responsabilidade Civil pela perda de uma chance**. São Paulo: Atlas, 2006, p. 10.

⁶¹ GORESCU, Carla Pavesi. **Delimitação da Indenização em Operações de Fusões e Aquisições no Brasil**. São Paulo: Ed. Almedina, 2020, p. 42.

⁶² SAVI, Sérgio. **Responsabilidade civil por perda de uma chance**. São Paulo: Atlas, 2006, p. 3.

probabilidade da efetivação da chance, em percentual, sobre o valor total favorável (a vantagem obtida ou prejuízo evitado), obtendo a porcentagem da chance perdida⁶³.

Quanto à sua classificação, em natureza patrimonial ou extrapatrimonial, compreende-se que o instituto da perda de uma chance teria uma relação ambivalente, nos termos do Enunciado 444 da V Jornada de Direito Civil⁶⁴.

A responsabilidade civil pela perda de chance não se limita à categoria de danos extrapatrimoniais, pois, conforme as circunstâncias do caso concreto, a chance perdida pode apresentar também a natureza jurídica de dano patrimonial. A chance deve ser séria e real, não ficando adstrita a percentuais apriorísticos.

Ademais, Fernando de Noronha, ao debruçar-se sobre o critério temporal, define três modalidades distintas de perda de uma chance, representando tanto danos sofridos no futuro, quanto danos sofridos no presente: *(i)* frustração de obter uma vantagem futura (perda de chance clássica francesa); *(ii)* perda de uma chance de evitar que outrem sofresse um dano materializado e *(iii)* perda de uma chance por ausência de informação⁶⁵. Com relação à primeira modalidade, esta representa um dano futuro e decorre da interrupção de um processo em andamento ante a um fato antijurídico, estando subdivida em *(i)* perda de uma chance para concretizar um benefício em expectativa (o que poderia ser caracterizado como lucro cessante, caso envolva apenas dano patrimonial) e *(ii)* perda de uma chance para evitar um prejuízo em evento futuro (o que poderia ser caracterizado como dano emergente, caso envolva apenas dano patrimonial).

Com relação às outras duas modalidades, para o autor, estas referem-se à frustração de poder ter evitado algum evento danoso situado no presente. Assim a segunda modalidade diz respeito a um episódio em curso que não foi interrompido, quando poderia ter sido. Por fim, a terceira advém da frustração de tomar uma decisão da melhor forma, em decorrência da violação do dever de informar, como ocorre nas declarações e garantias. Desse modo, se o comprador, após fechar a operação, verificar que o vendedor deixou de prestar informações essenciais, que, se tivessem sido devidamente fornecidas, o levaria a desistir da operação, ou renegociar uma

⁶³ NANNI, Giovanni Ettore. A Fixação do Dano na Jurisprudência Arbitral. **Revista Brasileira de Arbitragem**, Comitê Brasileiro de Arbitragem CBAr & IOB, volume IX, nº 36, 2012, pp. 7 – 26. Acesso online pelo Kluwer Arbitration em 4 de junho de 2024.

⁶⁴ **Enunciado 444 da V Jornada de Direito Civil**. Disponível em <https://www.cjf.jus.br/enunciados/enunciado/362>. Acesso em: 4 junho de 2024.

⁶⁵ NORONHA, Fernando. **Direito das obrigações**. 3. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2010, p. 699-701.

eventual contingência, aplica-se ao dano decorrente da perda de chance, devendo o comprador ser indenizado pelo vendedor.

No contexto da operação de M&A, pode-se verificar a perda de chance quando a empresa-alvo, após o fechamento, tenha sua participação negada em um processo licitatório em razão de um evento ocorrido antes do fechamento, ante a ausência de alguma licença necessária ou a condenação por improbidade por atos de corrupção na gestão do vendedor⁶⁶. Desse modo, o contrato deverá prever se a perda de uma chance deverá ou não estar no escopo da indenização devida pelo vendedor, visto que o dano decorrente de tal perda deve ser indenizável pelo ordenamento brasileiro.

Quanto aos danos extrapatrimoniais, salienta-se que a Constituição Federal de 1988 (CF)⁶⁷ não exige um reflexo econômico direto para ensejar o dever de indenizar pelo dano decorrente da ofensa aos diretores de personalidade, bem como do princípio da dignidade da pessoa humana. Contudo, no contexto da operação de M&A e nos contratos empresariais em geral, ainda é debatida a possibilidade de a pessoa jurídica sofrer danos morais, ainda que exista uma resposta positiva na Súmula n.º 227 do STJ⁶⁸. Judith Martins-Costa leciona que o inadimplemento contratual não é passível de dano moral, nem para pessoa física, tampouco jurídica, visto que pessoas físicas só teriam o direito à indenização por danos morais no âmbito contratual se os seus efeitos refletirem na dignidade da parte. Já para as pessoas jurídicas, necessariamente teria que ser violada a honra objetiva, repercutindo na capacidade econômico-financeira da empresa⁶⁹.

Assim, como argumento da aplicabilidade de incorrer danos morais para pessoas jurídicas, é utilizado o conceito de honra subjetiva e honra objetiva, sendo que a honra subjetiva só poderá ser sofrida por pessoas naturais, visto que é um elemento relacionado à dignidade, integridade física e psíquica, bem-estar etc. Por

⁶⁶ GORESCU, Carla Pavesi. **Delimitação da Indenização em Operações de Fusões e Aquisições no Brasil**. São Paulo: Ed. Almedina, 2020, p. 46.

⁶⁷ CF - Art. 5º, inciso X. (...) são invioláveis a intimidade, a vida privada, a honra e a imagem das pessoas, assegurado o direito a indenização pelo dano material ou moral decorrente de sua violação.

⁶⁸ BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Súmula 227. **A pessoa jurídica pode sofrer dano moral**. Diário de Justiça. Brasília, DF: STJ, 1999. Disponível em: https://www.stj.jus.br/docs_internet/revista/eletronica/stj-revista-sumulas-2011_17_capSumula227.pdf. Acesso em: 04 de junho de 2024.

⁶⁹ MARTINS-COSTA, Judith. Responsabilidade civil contratual. Lucros cessantes. Resolução. Interesse positivo e interesse negativo. Distinção entre lucros cessantes e lucros hipotéticos. Dever de mitigar o próprio dano. Dano moral e pessoa jurídica. In: LOTUFO, Renan; NANNI, Giovanni Ettore e MARTINS, Fernando Rodrigues (coord.). **Temas Relevantes do Direito Civil Contemporâneo. Reflexões sobre os 10 anos do Código Civil**. São Paulo: Atlas, 2012, p. 591.

outro lado, a honra objetiva abarca tanto as pessoas físicas quanto as pessoas jurídicas, considerando que está relacionada à boa imagem⁷⁰, ou seja, a reputação, que no caso das pessoas jurídicas está diretamente vinculada ao seu relacionamento diante do mercado. Assim, as pessoas jurídicas só terão direito à indenização na hipótese de violação da honra subjetiva, quando o evento prejudicial refletir em seus aspectos financeiros⁷¹. Contudo, Giovanni Nanni, ao discorrer sobre o dano moral sofrido pela pessoa jurídica, que está relacionado ao patrimônio da empresa, alega ser uma “imprecisão técnica” a decisão que concede indenização por dano extrapatrimonial⁷².

Considerando a aplicação de danos extrapatrimoniais em uma operação de M&A, os danos extrapatrimoniais podem repercutir tanto nas pessoas físicas quanto nas pessoas jurídicas. Pode ser aplicado no caso em que a condução de algum processo fique sob gestão do vendedor da empresa-alvo, e este faça um acordo sem prévia consulta aos compradores, a fim de diminuir o valor indenizatório, em contrapartida a uma retratação pública ou reconhecimento de um ato ilícito pela empresa-alvo, que acaba por sofrer danos reputacionais perante funcionários e consumidores, refletindo na sua capacidade de gerar riquezas.

Ainda, a quebra da cláusula de confidencialidade, que é usualmente inserida em contratos de fusões e aquisições, tem como objetivo proteger as informações que não são de conhecimento público, que, por conta da negociação, uma parte obtém da outra ou da empresa-alvo⁷³. Caso esta cláusula seja violada, aplica-se a indenização por danos extrapatrimoniais em relação à parte indenizadora, ante a divulgação de dados sensíveis da parte indenizável.

Também pode-se citar uma hipótese em que, após o fechamento, o comprador tenha conhecimento de alguma violação ambiental ou de algum ato de improbidade, que não foi informado pelo vendedor durante a *due diligence*, e que acaba por afetar a reputação da empresa-alvo perante o mercado. Ressalta-se que questões de

⁷⁰ CAVALIERI, Sérgio. **Programa de Responsabilidade civil**. 12. ed. rev. ampl. São Paulo: Atlas, 2015, p. 139.

⁷¹ GORESCU, Carla Pavesi. **Delimitação da Indenização em Operações de Fusões e Aquisições no Brasil**. São Paulo: Ed. Almedina, 2020, p. 48.

⁷² NANNI, Giovanni Ettore. A Fixação do Dano na Jurisprudência Arbitral. **Revista Brasileira de Arbitragem**, Comitê Brasileiro de Arbitragem CBAr & IOB, volume IX, nº 36, 2012, pp. 7 – 26. Acesso pelo Kluwer Arbitration, 5 jun. 2024.

⁷³ MUNIZ, Joaquim de Paiva. **Introdução às Operações de Compra e Venda de Participação Societária**: Manual de M&A. São Paulo: Quartier Latin, 2024. p. 107.

natureza ambiental e de compliance possuem maior capacidade de prejudicar a boa-imagem da sociedade⁷⁴.

Desse modo, apesar de ser argumentado por alguns doutrinadores a impossibilidade de recebimento de danos morais por inadimplemento contratual, é perfeitamente possível que, no âmbito de operações de M&A, seja estabelecida disposição na cláusula de indenização que inclua ou exclua os danos extrapatrimoniais na hipótese de violação de obrigações, como naquelas citadas acima.

Por fim, o último dano usualmente negociado nas operações é o instituto de danos indiretos, que, em princípio, não são indenizáveis. O conceito de dano indireto ainda é muito discutido pela doutrina, normalmente sendo comparado com o dano imediato e direto, podendo ter diferentes sentidos e classificações. O dano direto é aquele resultante do fato como uma consequência imediata (como ocorre nos lucros cessantes e danos emergentes); já o dano indireto gera uma cadeia de prejuízos que acarretam diversas consequências ao longo de um período, agravando o prejuízo⁷⁵.

Em contratos que envolvam operações de M&A, é usual que se exclua a categoria de danos indiretos na definição de perdas. Nesse caso, sua exclusão sem definir expressamente o seu significado e quais são os seus limites, pode acabar por excluir do escopo da indenização um dano que de outra forma seria indenizável, além de estar sujeito a livre interpretação do julgador, em eventuais discussões judiciais ou arbitrais decorrentes da operação.

Desse modo, o contrato deve ser expreso a respeito da inclusão dos danos indiretos no escopo dos danos indenizáveis. Ainda, o Código Civil brasileiro não diferencia a categoria de danos diretos e indiretos, deixando a menção do termo incompleta no âmbito contratual⁷⁶. Ademais, também é defendido que não há previsão da existência de danos indiretos no ordenamento jurídico, mas tão somente de danos diretos (danos emergentes e lucros cessantes), tendo em vista o artigo 403 do Código Civil. Nesse sentido, a exclusão dos danos indiretos no âmbito do contrato seria desnecessária. Contudo, a expressão do “direto e imediato” do referido artigo, faz

⁷⁴ GORESCU, Carla Pavesi. **Delimitação da Indenização em Operações de Fusões e Aquisições no Brasil**. São Paulo: Ed. Almedina, 2020, p. 51.

⁷⁵ DINIZ, Maria Helena. **Curso de Direito civil brasileiro**. São Paulo: Saraiva, 1990, p. 58.

⁷⁶ GORESCU, Carla Pavesi. **Delimitação da Indenização em Operações de Fusões e Aquisições no Brasil**. São Paulo: Ed. Almedina, 2020, p. 52.

referência ao nexos causal e não ao dano⁷⁷. Agostinho Alvim entende que o criador da teoria da necessidade da causa, Robert J. Pothier, não exclui o dano indireto como parece, pois afirma que não é a distância entre o dano e a causa que afasta a responsabilidade da parte violadora, mas sim a existência de causas concorrentes.

Ainda, é possível dizer que o dano indireto é decorrente da consequência de um dano direto causado pela parte violadora. Na doutrina, Pothier⁷⁸ faz referência a um caso hipotético em que, ao vender um boi sabendo que este estava infectado, o negociante acaba por ser responsável a indenizar o adquirente não apenas pela perda do animal adquirido, mas pela morte de todo o rebanho que já tinha, por serem infectados pela doença contagiosa. Pothier entende que, nesse caso, o vendedor teria o dever de indenizar o animal vendido, bem como todo o rebanho perdido pelo comprador, uma vez que agiu com dolo na negociação. Contudo, com relação aos danos mais indiretos, como a dificuldade de cultivar a terra, como fazia antes quando havia o rebanho, gerando inadimplemento perante credor, o autor alega a ausência de responsabilidade do vendedor, visto que é incerto definir que tais prejuízos decorrem do dolo do alienante.

Desse modo, Pothier entende que a falta do cultivo da terra não ensejaria dever de indenizar, visto que seria uma consequência que não seria necessariamente decorrente da causa (adquirir boi contaminado). Assim, a responsabilidade de indenizar do vendedor seria afastada por existir causas concorrentes. Com isso, se conclui que o dano indireto pode dar causa ao dever de indenizar, desde que seja consequência direta de um ato ilícito ou de algum evento considerado como tal⁷⁹. Necessário ainda, para fins de isenção de responsabilidade do agente, que seja comprovado que ocorreu a interrupção da cadeia causal, através da demonstração de alguns pressupostos⁸⁰.

No mesmo sentido, Sergio Cavalieri Filho também entende que pode existir a reparação de danos indiretos ou danos materiais reflexos, quando o dano for certo e consequência direta e imediata de uma conduta ilícita. Contudo, o autor afasta a

⁷⁷ ALVIM, Agostinho. **Da inexecução das obrigações e suas consequências**. 5ª edição, São Paulo: Saraiva, 1980, p. 360.

⁷⁸ POTHIER, Robert Joseph. **Traité des Obligations**. Tome 1. Bruxelles: Langlet et Cie., 1835, p. 100-101.

⁷⁹ GUEDES, Gisela Sampaio Cruz. **O problema do nexos causal na responsabilidade civil**. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 104.

⁸⁰ GUEDES, Gisela Sampaio Cruz. Lucros cessantes: do bom-senso ao postulado normativo da razoabilidade. São Paulo: **Revista dos Tribunais**, 2011, p. 83-84.

reparabilidade do dano advindo de uma consequência remota⁸¹. Wanderley Fernandes, ainda, defende que os danos indiretos podem incluir danos causados a terceiros pela parte lesada por um inadimplemento do devedor⁸².

Considerando uma operação de fusões e aquisições, é possível que os danos indiretos ocorram em várias situações. Após o fechamento, pode ser verificada alguma contingência ambiental materializada, que seja resultado de obrigação prevista em lei, e em razão disso, o comprador não possa obter licença e regularizar a situação para que possa exercer as atividades da empresa adquirida. Caso não haja outras causas que possam ter impedido a obtenção de licença, os danos podem ser classificados como indiretos, sendo excluídos da obrigação de indenização, se o escopo das perdas fizer a previsão de exclusão⁸³.

Ainda, outro exemplo seria uma contaminação, antes do fechamento da operação, do imóvel vizinho, decorrente da planta da empresa-alvo. O dano causado ao vizinho também poderá ser definido como dano indireto causado pelo vendedor, se utilizarmos o ponto de vista de Cavalieri Filho, conforme mencionado acima. Ademais, caso a planta do imóvel da empresa adquirida seja interditada em razão da contaminação, deixando de funcionar, e conseqüentemente, ficando inadimplida perante clientes e fornecedores, a situação também ensejaria danos diretos, na percepção de Wanderley Fernandes⁸⁴.

2.5 Validade da limitação de responsabilidade no ordenamento jurídico brasileiro

Apesar do ordenamento jurídico brasileiro prever o princípio da reparação integral, consagrado no artigo 944 do Código Civil, é usual que as partes, ao negociarem a cláusula indenizatória no contrato da operação, estabeleçam uma limitação da responsabilidade de indenizar, definida pela doutrina como “cláusula de limitação de responsabilidade”, “cláusulas de exoneração e limitativas de

⁸¹ CAVALIERI, Sérgio. **Programa de Responsabilidade civil**. 12ª ed. rev. ampl. São Paulo: Atlas, 2015, p. 148

⁸² FERNANDES, Wanderley. **Cláusulas de exoneração e de limitação de responsabilidade**. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 308.

⁸³ GORESCU, Carla Pavesi. **Delimitação da Indenização em Operações de Fusões e Aquisições no Brasil**. São Paulo: Ed. Almedina, 2020, p. 54.

⁸⁴ FERNANDES, Wanderley. **Cláusulas de exoneração e de limitação de responsabilidade**. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 308

responsabilidade negocial” ou “cláusula de irresponsabilidade”⁸⁵. As normas gerais acabam por não estabelecer proibições com relação às cláusulas que limitam as responsabilidades nos contratos empresariais⁸⁶. Por outro lado, algumas legislações especiais proíbem cláusulas que limitam a responsabilidade, como é o caso do Código de Defesa do Consumidor (CDC) em seu artigo 51, inciso I⁸⁷.

Contudo, há alguns elementos restritivos com relação às limitações previstas na cláusula, que, se identificados, acabam por gerar a nulidade da cláusula. Conforme ensina Antônio Junqueira de Azevedo⁸⁸., a cláusula seria considerada nula nas seguintes hipóteses: **(i)** exclusão da indenização em casos de danos decorrentes de culpa grave ou dolo; **(ii)** violação da ordem pública e **(iii)** exclusão da indenização por danos ligados à vida e à integridade física das pessoas naturais. Ainda, alguns autores entendem que não pode haver uma limitação/exclusão de responsabilidade em caso de quebra das obrigações principais e essenciais do contrato.

Com relação à primeira hipótese, esta não é expressa nas leis brasileiras. Todavia, admitir a validade de uma cláusula contratual que exclui a responsabilização perante danos causados decorrentes de culpa grave ou dolo significaria autorizar que a parte gere danos à contraparte, sendo tal premissa inaceitável para o ordenamento brasileiro⁸⁹.

A segunda hipótese, que diz respeito à violação da ordem pública e políticas públicas, é extraída do artigo 166, inciso VI, do Código Civil, que disciplina que é nulo qualquer contrato celebrado quando este tiver por objetivo fraudar norma cogente.

Por fim, o item **“iii”** (exclusão da indenização por danos ligados à vida e à integridade física das pessoas naturais), é resultado do princípio constitucional da dignidade da pessoa humana, consagrado no artigo 1º, inciso III e artigo 5º, *caput*, da

⁸⁵ CARVALHO, Rafael Villac Vicente de. Da Cláusula Limitadora de Indenização em Contratos de M&A". *In*: Marcelo Vieira von Adamek e Rafael Setoguti J. Pereira (coord.). **Fusões e Aquisições (M&A)**. São Paulo: Quartier Latin, 2022, p. 829.

⁸⁶ AZEVEDO, Antônio Junqueira de. Cláusula Cruzada de Não Indenizar (*Cross-Waiver of Liability*), ou Cláusula de Não Indenizar com Eficácia para Ambos os Contratantes – Renúncia ao Direito de Indenização – Promessa de Fato de Terceiro – Estipulação em Favor de Terceiro. *In*: **Revista dos Tribunais**, ano 88, vol. 769. p. 103-109.

⁸⁷ O dispositivo estabelece que qualquer cláusula relacionada ao fornecimento de produtos e serviços que isente, exclua ou restrinja a responsabilidade do fornecedor por defeitos ou implique em renúncia de direitos são consideradas nulas.

⁸⁸ AZEVEDO, Antônio Junqueira de. Cláusula Cruzada de Não Indenizar (*Cross-Waiver of Liability*), ou Cláusula de Não Indenizar com Eficácia para Ambos os Contratantes – Renúncia ao Direito de Indenização – Promessa de Fato de Terceiro – Estipulação em Favor de Terceiro. *In*: **Revista dos Tribunais**, ano 88, vol. 769. p. 103-109.

⁸⁹ *Ibidem.*, p. 105.

Constituição Federal de 1988. Vale dizer que não há uma previsão na legislação brasileira que relacione tal princípio com cláusulas limitativas de responsabilidade, sendo uma interpretação doutrinária, podendo surgir questionamentos acerca da observância de tal restrição na prática negocial.

Alguns doutrinadores, inclusive Antônio Junqueira de Azevedo, entendem que a quebra da obrigação fundamental e principal do contrato, ou seja, inerente à função do contrato, acarretaria a proibição de limitação da responsabilidade da parte violadora. Uma cláusula elaborada nesse sentido seria considerada uma condição potestativa, o que é vedado pelo Código Civil, em seu artigo 122, tendo em vista que a parte beneficiada por tal limitação de responsabilidade agiria de forma facultativa com relação às suas obrigações contratuais previstas.

Contudo, Wanderley Fernandes se posicionou no sentido de que, Junqueira de Azevedo não se referia ao descumprimento da obrigação principal como requisito de validade, mas sim, apenas às cláusulas de exoneração e não às de limitação⁹⁰. Assim, Wanderley conclui que:

“Nossa posição é a de que não há, no direito brasileiro, fundamento legal que torne nula, per se, a cláusula de limitação ou de exoneração de responsabilidade quando ligada ao descumprimento da obrigação principal. Entendemos que, tal como demonstra a evolução do conceito de *fundamental breach* ou *breach of a fundamental term*, desenvolvido pelos países de tradição da *common law*, a violação da obrigação principal não pode ser tomada como um elemento de validade ou não da cláusula, mas poderá ser fundamento para a sua interpretação⁹¹”.

Desse modo, apesar das referidas restrições, é possível dizer que as cláusulas limitativas de responsabilidade e de indenização são plenamente válidas perante o sistema brasileiro, visto que exercem uma previsibilidade e segurança jurídica às partes com relação aos eventuais inadimplementos causados uma à outra⁹², e estão amparadas pelo princípio da autonomia contratual. Ainda, com a inclusão do artigo 421-A do Código Civil, através da Lei nº 13.874/2019, ficou ainda mais fortalecida a

⁹⁰ FERNANDES, Wanderley. **Cláusulas de exoneração e de limitação de responsabilidade**. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 255.

⁹¹ FERNANDES, Wanderley. **Cláusulas de exoneração e de limitação de responsabilidade**. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 256.

⁹² *Ibidem.*, p. 97-98.

autonomia de vontade das partes, podendo convencionar o regime de indenização que lhes for conveniente, através da delimitação de valores e critérios temporais, sempre observando direito de terceiros e os limites estabelecidos nas normas de ordem pública⁹³.

Ainda, a jurisprudência normalmente admite as cláusulas limitativas de responsabilidade, quando não inseridas em contratos de relação de consumo. A título de exemplo, o Recurso Especial REsp 76984/SP, com julgamento em 15/04/1997, determinou que a cláusula limitativa é válida e que o credor não fazia jus a qualquer indenização por perdas e danos, visto que, no contrato, foi estabelecida a indenização apenas em eventos causados por dolo ou culpa do devedor.

Utilizada para dar previsibilidade aos descumprimentos no contexto do contrato e sendo livremente pactuada entre as partes, fortalecendo o mecanismo de alocação de riscos, a cláusula deve ter sua plena eficácia conferida pelo julgador, ante ao disposto no parágrafo único do artigo 421 do Código Civil, que estabelece que nas relações privadas prevalecerão o princípio da intervenção mínima e da excepcionalidade da revisão contratual. Ainda, vale dizer que tal princípio também está concretizado no inciso III, artigo 421- A, do Código Civil, ao positivar que “a revisão contratual somente ocorrerá de maneira excepcional e limitada”.

O aspecto de intervenção disciplinado no parágrafo único do artigo 421 foi duramente criticado por doutrinadores, visto que, apesar de existir certa interferência estatal em contratos de locação, trabalho e de relações de consumo, não se cogitava intervenção nos contratos regidos pelo Código Civil⁹⁴. Assim, o dispositivo acaba por conduzir que os julgadores afastem revisões contratuais em que o intuito das partes seja desconsiderado.

Contudo, Nelson Eizirik⁹⁵ entende que o julgador poderia, eventualmente, reduzir o montante do valor da indenização, caso julgue excessivo, visto que estaria amparado pelo artigo 413 do Código Civil, em que disciplina que o juiz “deve” reduzir a penalidade se a obrigação principal tiver sido cumprida parcialmente ou se o valor for manifestamente excessivo, considerando a natureza e finalidade do contrato.

⁹³ EIZIRIK, Nelson. **M&A: Regime societário e contratual**. 1. ed. São Paulo: 2024, p. 234.

⁹⁴ BRANCO, Gerson Luiz Carlos. Comentário ao Artigo 421 do Código Civil: a Função Social do Contrato na Lei de Liberdade Econômica. *In*: Judith Martins Costa e Guilherme Carneiro Monteiro Nitschke (coord.). **Direito Privado Na Lei de Liberdade Econômica** - Comentários. São Paulo: Almedina, 2022, p. 478.

⁹⁵ EIZIRIK, Nelson. **M&A: Regime societário e contratual**. 1. ed. São Paulo: 2024, p. 236.

Mesmo que o julgador considere a cláusula exagerada, este deve apenas reduzir a penalidade, não podendo suprimir a cláusula, salvo se forem constatadas as hipóteses de nulidade discutidas anteriormente, como é o caso da culpa grave e dolo. Assim, a lei autoriza rechaçar o excesso, mas não a total supressão da cláusula, tampouco sua nulidade. Se determinada a redução da quantia, a parte indenizadora estará desobrigada do valor original, devendo pagar a quantia fixada pelo julgador⁹⁶.

Sendo assim, o legislador acaba por “aliviar” a observância do princípio da reparação (indenização) integral, conferindo certa discricionariedade para que o julgador fixe um *quantum* caso considere o valor da indenização excessivo, a fim de impedir uma condenação demasiada, bem como evitando que a indenização propicie um enriquecimento sem causa pela parte indenizável.

2.6 Remédios extracontratuais

É possível que o contrato de compra e venda de participação societária estabeleça a cláusula de indenização como o único remédio a ser utilizado pela parte lesada, estando limitado a certos critérios. Mas cabe discutir se tal cláusula seria plenamente aplicável, mesmo diante de uma atuação da parte violadora que com a intenção de causar prejuízos a outra, ou seja, se mesmo na presença de dolo ou culpa grave a indenização ainda estaria limitada a um valor definido (*cap*).

Nesse sentido, é necessário realizar uma comunicação entre as cláusulas contratuais que estabelecem limites ao dever de indenizar com o sistema brasileiro de direito obrigacional, especialmente com relação às normas que disciplinam sobre o consentimento e que se caracterizam como de ordem pública⁹⁷. A anulação de contratos que envolvam operação de M&A é um tema complexo e tratado como medida excepcional, normalmente aplicável na hipótese de o contrato apresentar vícios de consentimento, como o dolo e o erro substancial⁹⁸.

⁹⁶ MARTINS-COSTA, Judith. Do Inadimplemento das Obrigações – Artigos 389 a 420. In: Sálvio de Figueiredo Teixeira (coord.). **Comentários ao Novo Código Civil**. v. V, tomo 11, 2. edição, Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 709-712.

⁹⁷ EIZIRIK, Nelson. **M&A: Regime societário e contratual**. 1. ed. São Paulo: 2024, p. 242.

⁹⁸ FERRO, Marcelo Roberto e SOUZA, Antonio Pedro Garcia de Souza. O Desenho Contratual nas Fusões e Aquisições e as Disputas Após o Fechamento: Limitações à Luz do Direito Brasileiro: In: ADAMEK, Marcelo Vieira von e PEREIRA, Rafael Setoguti Julio (coord.). **Fusões e Aquisições (M&A)**. São Paulo: Quartier Latin, 2022, p. 598.

O artigo 182 do CC determina o desfazimento do negócio e a restituição das partes ao seu *status quo*. Contudo, no contexto de uma aquisição de empresa, retornar ao estado anterior é algo improvável, tendo em vista que dificilmente a empresa-alvo voltará a ser o que era antes da operação, considerando a dinamicidade da atividade empresarial. Pode ser que o adquirente tenha feito investimentos vultuosos, tornando a empresa mais competitiva no mercado, ou que tenha feito uma má gestão, com escolhas equivocadas. Ainda, nesse meio tempo, poderá ter surgido demandas de terceiros que se sentiram prejudicados perante a empresa.

Desse modo, ao ser possível restituir as partes no estado em que se encontravam antes da operação, estas podem ser amparadas pela parte final do artigo 182 do CC, apesar de certas dificuldades para realizar o cálculo do montante de danos eventualmente sofridos pela parte indenizável, visto que a aplicação da parte final enseja na preservação do negócio jurídico⁹⁹.

O primeiro remédio extracontratual que cabe a aplicação do artigo 182 do CC é a ação anulatória do negócio jurídico por dolo (se este for a causa do negócio). O artigo 145¹⁰⁰ do CC disciplina sobre a possibilidade de anulação do negócio jurídico se qualquer das partes atuar de forma dolosa. O comprador ainda poderá cumular a anulação com perdas e danos, alegando que não estaria em tal situação caso o negócio não tivesse sido firmado.

Desse modo, o dolo pode ser causa de invalidade da operação, incidindo o prazo decadencial de 4 anos, nos termos do artigo 178 do CC¹⁰¹. Ainda, a anulação por dolo requer **(i)** artifício do vendedor para induzir o comprador a erro; **(ii)** *animus decipiendi*, ou seja, intenção subjetiva de enganar; e **(iii)** essencialidade¹⁰². Assim, o dolo requer evidência tanto da intenção quanto da essencialidade, afastando a responsabilidade objetiva que requer a indenização contratual por quebra das declarações e garantias. Até mesmo os autores que defendem a cláusula de indenização como remédio exclusivo acabam admitindo a possibilidade de anular o negócio diante de dolo.

⁹⁹ EIZIRIK, Nelson. **M&A: Regime societário e contratual**. 1. ed. São Paulo: 2024, p. 243.

¹⁰⁰ CC - Art. 145. São os negócios jurídicos anuláveis por dolo, quando este for a sua causa.

¹⁰¹ CC - Art. 178. É de quatro anos o prazo de decadência para pleitear-se a anulação do negócio jurídico, contado: (...) II - no de erro, dolo, fraude contra credores, estado de perigo ou lesão, do dia em que se realizou o negócio jurídico.

¹⁰² GREZZANA, Giacomo. **A Cláusula de Declarações e Garantias em Alienação de Participação Societária**. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 341 e 346.

A anulação por dolo de terceiro também é possível, caso a parte que se aproveite do dolo tivesse ou devesse ter conhecimento. Vale ressaltar que os representantes legais ou assessores das partes na operação não seriam considerados terceiros para tal fim, visto que seriam basicamente a própria parte, uma espécie de *longa manus* dela¹⁰³.

Já o dolo acidental, constante no artigo 146 do CC¹⁰⁴, é relativo a um termo não essencial do contrato. A parte lesada assinaria o contrato, mesmo ciente da verdade, porém em outras condições mais favoráveis. O dolo acidental não enseja a anulação contratual, mas sim o direito de postular a indenização para ser cobrada a diferença entre o valor pago e o valor real da aquisição, cabendo ação de perdas e danos ao invés da invalidação do negócio.

A pretensão fundamentada em dolo acidental omissivo informacional, é muitas vezes utilizada para fugir do valor fixado na cláusula contratual de indenização. Dessa forma, caso o vendedor cometa dolo acidental através da omissão de contingências da sociedade alvo, e que se materializam após fechar a operação, a parte lesada terá direito de pleitear indenização ao valor correspondente da contingência (perda)¹⁰⁵.

Ademais, é possível anular o negócio jurídico através da ação anulatória por erro substancial, em que a parte lesada tem prazo decadencial de 4 anos para pleitear a anulação, também com base no artigo 178 do CC. O erro substancial é verificado quando **(i)** interessa à natureza do negócio, ao objeto principal da declaração, ou a algumas qualidades a ele essenciais; **(ii)** concerne à identidade ou à qualidade essencial da pessoa a quem se refira a declaração da vontade, desde que tenha influído nesta de modo relevante ou **(iii)** sendo de direito e não implicando recusa à aplicação da lei, for o único ou principal motivo do negócio jurídico, conforme a redação do artigo 138 do CC. Assim, deve-se o autor da ação comprovar o erro, bem como que o erro foi substancial. O autor teria também direito de pedir perdas e danos, a fim de recompor sua situação anterior.

¹⁰³ MUNIZ, Joaquim de Paiva. **Introdução às Operações de Compra e Venda de Participação Societária**: Manual de M&A. São Paulo: Quartier Latin, 2024. p. 97.

¹⁰⁴ CC - Art. 146. O dolo acidental só obriga à satisfação das perdas e danos, e é acidental quando, a seu despeito, o negócio seria realizado, embora por outro modo.

¹⁰⁵ FERRO, Marcelo Roberto e SOUZA, Antonio Pedro Garcia de Souza. O Desenho Contratual nas Fusões e Aquisições e as Disputas Após o Fechamento: Limitações à Luz do Direito Brasileiro: *In*: ADAMEK, Marcelo Vieira von e PEREIRA, Rafael Setoguti Julio (coord.). **Fusões e Aquisições (M&A)**. São Paulo: Quartier Latin, 2022, p. 598.

Giacomo Grezzana¹⁰⁶ e Gabriel Buschinelli¹⁰⁷ entendem que o erro substancial somente poderia ser utilizado para anulação de negócio jurídico caso incida diretamente nas quotas ou ações da empresa-alvo, e não sobre o que foi informado nas declarações e garantias. Por outro lado, existem decisões judiciais que autorizaram a anulação de compra e venda de empresa ante erro essencial¹⁰⁸.

Desse modo, ao ficar comprovado o dolo ou erro essencial, afastam-se eventuais limites impostos na cláusula de indenização. Contudo, considerando os princípios do *pacta sunt servanda* e da intervenção mínima do julgador nos contratos, é preciso ponderar sobre certos aspectos para afastar a cláusula que limite o valor indenizado. No caso do erro, o comprador que se sentiu prejudicado deve ter cumprido seu dever de diligência, na fase pré-contratual, atuando da forma que requer o artigo 138 do CC, agindo de forma diligente diante da operação. Já o vendedor, deve também cumprir um papel de diligência, bem como exercendo o dever de informar, não omitindo informações relevantes para a perfectibilização da operação¹⁰⁹.

Caso o comprador exerça o dever de diligência e o vendedor aja de forma dolosa perante a operação, a cláusula que estabelece limite de valor para a indenização pode ser considerada inválida, podendo o comprador requerer um valor adicional aquele que foi previsto no contrato¹¹⁰. Vale ressaltar que não se anula integralmente o contrato, mas sim apenas a cláusula que limita a responsabilidade, nos termos do artigo 184 do CC¹¹¹. Um exemplo de cláusula que dispõe nesse sentido é a chamada *severability*, a qual disciplina que, se alguns dos termos forem

¹⁰⁶ GREZZANA, Giacomo. **A Cláusula de Declarações e Garantias em Alienação de Participação Societária**. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 341 e 346.

¹⁰⁷ BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. **Compra e venda de Participações Societárias de Controle**. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 409.

¹⁰⁸ STJ, 3ª Turma, Agravo Regimental no Agravo em Recurso Especial (AgRg no AREsp) n.º 152-270, Relator Ministro Paulo de Tarso Sanseverino, j. 04.12.2014; TJ-RJ. Ap. Civ. 0421912-05.2008.8.19.0001, Rel. Des. Nanci Mahfuz, j. 30.06.2011.

¹⁰⁹ BARI FERREIRA, Ivo e VILELA, Renato. Breves comentários sobre a cláusula de limitação de responsabilidade em contratos de compra e venda de participações societárias no Brasil: *In*: Marcelo Vieira von Adamek e Rafael Setoguti J. Pereira (coord.). **Fusões e Aquisições (M&A)**. São Paulo: Quartier Latin, 2022, p. 376-377.

¹¹⁰ BARI FERREIRA, Ivo e VILELA, Renato. Breves comentários sobre a cláusula de limitação de responsabilidade em contratos de compra e venda de participações societárias no Brasil: *In*: Marcelo Vieira von Adamek e Rafael Setoguti J. Pereira (coord.). **Fusões e Aquisições (M&A)**. São Paulo: Quartier Latin, 2022, p. 379.

¹¹¹ CC - Art. 184. Respeitada a intenção das partes, a invalidade parcial de um negócio jurídico não o prejudicará na parte válida, se esta for separável; a invalidade da obrigação principal implica a das obrigações acessórias, mas a destas não induz a da obrigação principal.

considerados ilegais ou inexequíveis, o restante do contrato ainda se aplica, não se contaminando pelo vício de consentimento¹¹².

Ainda, é discutível, na doutrina, a possibilidade de desfazimento do negócio jurídico por vícios redibitórios, constante no artigo 441 do CC¹¹³. No contexto de uma operação de compra e venda de quotas ou ações, a invocação contra vícios redibitórios é dificultosa. Parte da doutrina defende a possibilidade da aplicação do instituto nas operações, sob argumento de que o objeto último da transferência não é constituído apenas por quotas ou ações (participação societária), mas também pelos direitos conferidos sobre o patrimônio da empresa-alvo, contemplando ativos e passivos, fluxo de caixa e previsão de lucratividade. Contudo, a redibição seria limitada, podendo ser pleiteada apenas se o vício oculto fosse referente a um atributo essencial do negócio, que inviabilizasse sua destinação¹¹⁴.

Gabriel Buschinelli¹¹⁵ defende a incompatibilidade do regime do vício redibitório diante da quebra das declarações e garantias do contrato, discorrendo que o vício alegado usualmente diz respeito ao elemento da empresa, ao passo que no contrato de operações de M&A, o objeto corresponde às ações ou quotas. No mesmo sentido, Giacomo Grezzana¹¹⁶ é contrário à invocação de vícios redibitórios perante violação de declarações e garantias, visto que o inadimplemento seria mais adequado. Por outro lado, Catarina Monteiro Pires¹¹⁷ admite o vício redibitório ao dizer que o conceito de defeito é amplo e incorporaria também um sentido subjetivo de vício, abrangendo passivos subavaliados ou dívidas ocultas da empresa-alvo.

Para Nelson Eizirik¹¹⁸, a invocação de vícios redibitórios também é problemática, ante a aquisição de ações ou quotas que gera a cessão de posição contratual, presumindo-se que o comprador, ao assinar o SPA, recebe todos os direitos e deveres, não abarcando os bens da empresa-alvo. Assim, o comprador é submetido em um regime jurídico diverso, que, pela autonomia patrimonial da

¹¹² EIZIRIK, Nelson. **M&A: Regime societário e contratual**. 1. ed. São Paulo: 2024, p. 246.

¹¹³ CC - 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.

¹¹⁴ COMPARATO, Fabio Konder e SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 6. Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014, p. 237-246.

¹¹⁵ BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. **Compra e venda de Participações Societárias de Controle**. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 391-406.

¹¹⁶ GREZZANA, Giacomo. **A Cláusula de Declarações e Garantias em Alienação de participação Societária**. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 387-391.

¹¹⁷ PIRES, Catarina Monteiro. **Aquisições de empresas e de participações acionistas: problemas e litígios** – (Monografias). Coimbra: Almedina, 2018, p. 96.

¹¹⁸ EIZIRIK, Nelson. **M&A: Regime societário e contratual**. 1. ed. São Paulo: 2024, p. 247.

sociedade, acaba não integrando em seu objeto os bens ou a atividade desenvolvida, sendo o objeto do contrato a aquisição da participação societária, não dos bens da propriedade. Desse modo, o interesse principal na aquisição concentra-se na utilidade e capacidade econômico-financeira da empresa-alvo. Ademais, vale dizer que a atividade empresarial não padece de vício ou defeito oculto, podendo ser apenas ilícita ou lícita, irregular ou regular, não estando compatível com o regime de vícios redibitórios¹¹⁹.

Por fim, vale destacar acerca da ação de abatimento preço (*quantum minoris*) de redução do preço por vício redibitório, que não implica no desfazimento do negócio. Assim, seria um caminho mais conservador para manter a operação, ensejando na redução proporcional do preço e não valor fixado na cláusula de indenização do contrato. Todavia, os autores que são contrários ao desfazimento do negócio por invocação de vícios redibitórios, também costumam defender a incompatibilidade da ação *quantum minoris* nas operações de fusões e aquisições e empresas.

¹¹⁹ GREZZANA, Giacomo. **A Cláusula de Declarações e Garantias em Alienação de participação Societária**. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 366

3 ELEMENTOS DA CLÁUSULA DE INDENIZAÇÃO NOS CONTRATOS DE FUSÕES E AQUISIÇÕES

Nessa segunda parte do presente trabalho, é necessário analisarmos as peculiaridades da cláusula de indenização em operações de M&A. Assim, serão destrinchados elementos que compõe a cláusula, passando pela principal causa do acionamento da indenização (quebra das declarações e garantias), até o procedimento que deve ser feito a partir da verificação de um evento indenizável, por qualquer das partes.

3.1 Quebra das declarações e garantias

As declarações e garantias, também conhecidas como *representations and warranties*, atuam como declarações expressas apresentadas pelas partes, com a função de assegurar certas informações relevantes para a operação, abrangendo aspectos de diversas áreas (e.g. jurídica, econômica, contábil, operacional e financeira¹²⁰). Assim, a cláusula, presente no corpo do contrato, ou, quando muito extensa, anexa ao contrato, visa o reconhecimento de determinadas situações que já ocorreram, ou que estão ocorrendo.

Tais cláusulas são importadas do *commom law* para os contratos brasileiros, ante uma apropriação do formalismo contratual de contratos dos ordenamentos inglês e americano, adaptados para a realidade normativa brasileira¹²¹. A inserção da cláusula nos contratos de fusões e aquisições tem o objetivo de transmitir concretude aos deveres decorrentes da boa-fé objetiva, especificamente, o dever de informar. Assim, as partes contratantes, principalmente a vendedora e a própria sociedade, que atua como interveniente-anuente, emitem certas declarações, que são elaboradas

¹²⁰Conforme estabelecido por Donald DePamphilis, tradução livre: “As declarações e garantias deveriam prover total acesso a toda informação relevante para a transação, normalmente cobrindo as áreas de maior preocupação das partes. As áreas comumente cobertas incluem demonstrações financeiras, documentos societários e certidões negativas, capitalização, ausência de passivos não divulgados, demandas não transitadas em julgado, contratos, titularidade dos ativos, tributos e declarações de tributos, não violação de leis e regulamentações, planos de benefícios de empregados, questões trabalhistas e cobertura de seguros”. DEPAMPHILIS, Donald M. **Mergers, acquisitions, and other restructuring activities: an integrated approach to process, tools, cases, and solutions**. EUA: Elsevier. p. 189.

¹²¹MULHOLLAND, Caitlin. **As cláusulas de declarações e garantias e a aplicação do princípio da boa-fé objetiva nos contratos societários**. Disponível em: <https://www.jur.puc-rio.br/wp-content/uploads/2022/08/Texto-9.pdf>. Acesso em: 28 de maio de 2024.

como resultado da efetivação do dever de diligência (*due diligence*), com o objeto de informar a outra parte, sobre os riscos da operação a ser concretizada.

O dever de diligência, usual nas fusões e aquisições, que se viabiliza através da *due diligence* (auditoria) com base nos documentos disponibilizados pela empresa-alvo, não é necessariamente um dever imposto pelo comprador ao vendedor, mas demonstra certo exercício de lealdade contratual, a fim de deixar o comprador a par de certas informações da empresa-alvo, reduzindo a assimetria informacional. Desse modo, até a efetiva aquisição da empresa, todas as informações recebidas pelo comprador são fornecidas pelo próprio vendedor, por isso a relevância de serem declaradas suas responsabilidades (“garantias”), ou declarar o que for lógico acerca da empresa a ser adquirida, mesmo que tal informação não tenha sido objeto da *due diligence*¹²².

Ademais, na obrigação de garantia, o vendedor não garante o resultado de sua ação, tampouco que envidará melhores esforço para cumprir o resultado, mas assume com seu patrimônio as consequências negativas de determinada afirmação, cujo risco ele acabou assumindo. Assim, na obrigação de garantir, a ocorrência de caso fortuito ou força maior não exime o vendedor de sua asseveração, uma vez que o desfazimento de um risco, que pode constituir em evento de realização fortuita, independentemente da vontade do vendedor, ensejando o dever de indenizar, ainda que sem culpa¹²³.

As declarações irão se apresentar como forma de creditação a respeito de informações relevantes sobre a empresa-alvo, comprador e vendedor, sendo afirmações de fatos específicos que podem ser tomados como verdadeiros pela parte cuja declaração é endereçada. Vale destacar que o conteúdo da cláusula que irá se referir às garantias, complementa as declarações, gerando segurança a respeito das diversas informações prestadas pelas partes¹²⁴.

¹²² CAMPOY, Miguel Angel Albaladejo. *Compraventa de Empresas: Responsabilidad del vendedor*. In: **Colégio Jurídico**. p. 3. Disponível em: http://colegio.juridico.ie.edu/comunidad/WF_comunidad_opinion.aspx?id=109. Acesso em: 01 de maio de 2024.

¹²³ COMPARATO, Fabio Konder. **Ensaio de Direito Empresarial**. Rio de Janeiro: Forense, 1978, p. 536.

¹²⁴ O *Black's Law Dictionary* define a declaração (*representation*) contratual como “a statement express or implied made by one of two contracting parties to the other, before or at the time of making the contract, in regard to some fact, circumstance, or state of facts pertinent to the contract, which is influential in bringing about the agreement”. (PARGENDLER, Mariana and PORTUGAL GOUVÊA, Carlos. *As Diferenças entre Declarações e Garantias e os Efeitos do Conhecimento do Adquirente*

Assim, é relevante a distinção entre a declaração (*representation*) da garantia (*warranty*), em certos critérios¹²⁵. Um dos critérios é temporal, sendo que a declaração diz respeito à fatos passados ou presentes no momento da negociação e da confecção do contrato. Não há a possibilidade de afirmar sobre fatos futuros, ainda que a inveracidade ou incompletude de certas declarações possam acarretar indenizações futuras à parte que foi assegurada. Um outro critério seria de que as declarações influenciam diretamente na formação contratual e na negociação entre as partes. Por fim, como último critério, podemos dizer que a declaração possui eficácia extracontratual¹²⁶, visto que, para além do plano da validade do contrato da operação em razão de vícios, as declarações acabam por amparar um “interesse negativo” do contrato. Assim, se cabível indenização, esta normalmente será quantificada de modo a colocar a parte prejudicada em *status quo*, como se a declaração inverídica não tivesse existido.

Importante destacar que, em operações de fusões e aquisições de empresas, nem sempre é possível a restituição das partes ao *status quo ante*. Isso porque a empresa na data do fechamento será uma empresa distinta anos depois, quando um eventual desfazimento da operação tiver que ser implementado, dificultando, ainda, a mensuração dos custos da transação, e, conseqüentemente a resolução do negócio¹²⁷.

Devido a isso, apesar da complexidade em quantificar perdas e danos e instrumentalizar uma cláusula indenizatória compatível com as contingências e satisfazendo os interesses das partes, estas preferem incluir a previsão contratual de que a operação não terá defeito, ainda que ocorra uma violação substancial do contrato. Por esse motivo, é frequente que o inadimplemento de alguma obrigação seja necessariamente solucionado apenas com a indenização, a fim de “salvar” a

(*Sandbagging*). 6 ago. 2020. **FGV Direito SP Research Paper Series** n. Forthcoming, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3668391>, p. 12. Acesso em: 01 maio de 2024).

¹²⁵ PARGENDLER, Mariana e PORTUGAL GOUVÊA, Carlos. As Diferenças entre Declarações e Garantias e os Efeitos do Conhecimento do Adquirente (*Sandbagging*). 6 ago. 2020. **FGV Direito SP Research Paper Series** n. Forthcoming, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3668391>, p. 12. Acesso em: 01de maio de 2024.

¹²⁶ WEST, Glenn D.; LEWIS, W. Benton. *Contracting to Avoid Extra-Contractual Liability – Can Your Contractual Deal Ever Really Be the “Entire” Deal?* **The Business Lawyer**, v. 64, p. 999-1038, Aug. 2009, p. 1008.

¹²⁷ THEODORO JÚNIOR, Humberto. Livro III: dos fatos jurídicos: do negócio jurídico. In: TEIXEIRA, Sálvio de Figueiredo (coord.). **Comentários ao novo Código Civil**. 4. ed. Rio de Janeiro: Ed. Forense, 2006. v. 3. t. 1, p. 609-610.

operação, estabelecendo a cláusula de indenização como remédio exclusivo (ou *sole remedy clause*, no jargão norte-americano).¹²⁸

Como sugerido pelo próprio nome, a indenização como remédio exclusivo é entendida como o único recurso pelas partes de pleitear na reparação de eventuais danos sofridos, seja por violação das representações, garantias, obrigações previstas, *covenants*, e demais previsões. Além disso, a depender do escopo da operação, as cláusulas de remédio exclusivo também podem ser aplicadas aos demais documentos definitivos da transação, ou ainda, à própria operação, atuando como uma espécie de limitação de responsabilidade¹²⁹. Ainda, normalmente as cláusulas de remédio exclusivo buscam estabelecer que as cláusulas de indenização serão os únicos meios aplicáveis, em caso de inadimplementos contratuais, bem como estabelecem sua exclusividade, ressalvando situações dolosas, fraudulentas e criminais pela parte indenizadora.

Ademais, tais cláusulas também podem prever que a cláusula de indenização é a única aplicável, excluindo qualquer outro tipo de remédio, até mesmo em caso de dolo, fraude, e culpa grave. Nesse caso, importante salientar que tais cláusulas não devem ser elaboradas com o intuito de permitir que as partes atuem de forma dolosa e irresponsável. Apesar de sua legalidade no ordenamento jurídico brasileiro, sua aplicação deve observar alguns critérios, visando facilitar a relação contratual.

Quanto às funções exercidas pelas declarações e garantias, Mariana Mendes-Medeiros¹³⁰ estabelece que estas teriam o objetivo **(i)** informacional; **(ii)** probatório; e **(iii)** protetivo. Podemos dizer, então, que a cláusula possui um papel de relatar aspectos e fatos relevantes à concretização da operação, bem como servirá de prova quanto aos fatos declarados, para fins de eventual falsidade e acionamento de uma indenização, e, ainda, servirá de proteção a quem a declaração foi direcionada, parte vulnerável, tem em vista a assimetria de informações. Ainda, Giacomo Grezzana fala em uma quarta e quinta função, arguindo que tais cláusulas

podem conformar a obrigação do declarante de especificar as qualidades da participação societária objeto de alienação (função conformativa), ou instigar

¹²⁸ LONGA, Daniel Pinheiro. **Da indenização como remédio exclusivo nos contratos de compra e venda de participações societárias**. Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2020. p. 20.

¹²⁹ *Ibidem*. p. 24.

¹³⁰ MEDEIROS, Mariana Mendes; BAPTISTA, Luiz Olavo. **Cláusulas de declarações e garantias: nos contratos internacionais de aquisição de empresas ou ativos**. Universidade de São Paulo, São Paulo, 2006, p. 149-155.

assunção de obrigação de garantia pelos declarantes (função assecuratória).¹³¹

Também é possível dizer que a cláusula possui como finalidade retratar a situação atual da empresa a ser adquirida, na data do *signing*, bem como alertar o comprador sobre contingências da empresa, estimulando investigações adicionais, caso a declaração seja obscura, e, ainda, fornece ao comprador comprovações e bases fáticas para uma eventual demanda de indenização.

A indenização pela quebra, ou seja, pelo descumprimento das declarações e garantias, acarretará ao vendedor cumprir especificamente a promessa estabelecida na cláusula, somada às perdas e danos sofridos pelo comprador¹³². Caso a emenda da mora não seja mais possível, ou, se outros remédios forem excluídos, é necessário o pagamento da indenização para a substituição da prestação principal, também somada às perdas e danos. Em ambos os casos, a cláusula de declarações e garantias irá viabilizar uma indenização pelo interesse positivo ao comprador.

Ainda, se o comprador exigir o cumprimento das declarações e garantias, na forma de adimplir a prestação pelo equivalente (pelo que foi declarado), ou pelo cumprimento específico acrescentando à indenização dos danos moratórios, a indenização irá se estabelecer pelo interesse positivo, que se traduz pelo estado que estaria o comprador caso as declarações não fossem inverídicas ou incompletas¹³³.

Insta salientar que a indenização devida ao comprador será sempre de maneira proporcional à porcentagem a ser adquirida na empresa-alvo. Desse modo, a indenização para empresa-alvo é afastada, visto que o adquirente seria o único a sofrer as consequências dos descumprimentos, como a inexistência de um ativo declarado, por exemplo. Ainda, não seria possível conceder a indenização à empresa, tendo em vista que tais superveniências passivas não configurariam dano, mas sim meras adversidades do cotidiano empresarial. Resume-se, então, que o direcionamento da indenização em um cenário de pós-fechamento será ao comprador, na forma proporcional à sua aquisição de participação na empresa, e não à empresa-alvo, visto que esta não pode sofrer danos.

¹³¹ GREZZANA, Giacomo. **A cláusula de declarações e garantias em alienação de participação societária**. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 70.

¹³² *Ibidem*. p. 231.

¹³³ *Ibidem*. p. 232.

Ainda que inexista uma cláusula de declarações e garantias no contrato de fusões e aquisições que assegurem sobre certos fatos acerca da empresa-alvo, o Código Civil brasileiro prevê algumas sanções que podem ser aplicadas, como: a proteção contra vícios redibitórios (previstos no art. 441, do Código Civil), a anulação contratual por erro (art. 139 e 139, inciso I, do Código Civil) ou dolo (art. 145. e art. 146, do Código Civil), o direito à evicção (disposto no art. 447, do Código Civil) e a obrigação de indenizar por descumprimento do dever informacional, decorrente do princípio da boa-fé objetiva, previsto no art. 422, do Código Civil.

Desse modo, o comprador não estará desamparado pela ausência da cláusula, podendo utilizar os referidos artigos que se adequam a uma defesa do adquirente. Ademais, se existir a cláusula, há a possibilidade de aplicá-la em conjunto com os institutos jurídicos citados¹³⁴. Contudo, é possível que as partes estabeleçam remédios distintos em caso de inviabilização das garantias assecuratórias (e.g. desconto do preço de aquisição, desfazimento da operação, sanção *in natura* do risco), visto que a declaração inverídica não irá constituir inadimplemento, pois antes se provoca o surgimento de obrigação ulterior, cuja violação sim ocasionará o inadimplemento¹³⁵.

3.1.1 A boa-fé objetiva nos contratos empresariais

A boa-fé atua como um limite à autonomia da vontade na liberdade de contratar, orientando-se pela função social do contrato. Ressalta-se que o Código Civil de 1916 não tinha um dispositivo expresso acerca da boa-fé. Já no Código Civil atual, o artigo 422 estabelece que “os contratantes são obrigados a guardar, assim na conclusão do contrato, como em sua execução, os princípios da probidade e boa-fé”. Ainda, na parte geral do Código, em seu artigo 113, também é mencionado que “Os negócios jurídicos devem ser interpretados conforme a boa-fé e os usos do lugar de sua celebração”.

¹³⁴ MARTINS-COSTA, Fernanda M. Ensaio sobre o descumprimento de cláusulas de declarações e garantias em alienações de participações societárias com fechamento diferido. *In*: Aline de Miranda Valverde Terra; Gisela Sampaio da Cruz Guedes. (org.). **Inexecução das obrigações**. 1. ed. Rio de Janeiro: Editora Processo, 2020, v. I, p. 742.

¹³⁵ MARTINS-COSTA, Fernanda M. Ensaio sobre o descumprimento de cláusulas de declarações e garantias em alienações de participações societárias com fechamento diferido. *In*: Aline de Miranda Valverde Terra; Gisela Sampaio da Cruz Guedes. (org.). **Inexecução das obrigações**. 1. ed. Rio de Janeiro: Editora Processo, 2020, v. I, p. 751.

Desse modo, os dispositivos impulsionam as partes para que estas ajam de maneira leal, sem o intuito de descumprir seus deveres e obrigações, desde as tratativas preliminares até a conclusão do negócio. Ainda, é visível a evolução da relevância do agir de boa-fé pelas partes, tendo em vista que o Código Civil anterior analisava o comportamento das partes somente pelo aspecto negativo. Com isso, apenas haveria alguma consequência jurídica caso a parte tivesse um comportamento reprovável socialmente¹³⁶. No âmbito da operação, usualmente é estabelecido uma obrigação de minimizar as perdas, onde as partes concordam em envidar seus melhores esforços diante da ocorrência de eventual perda, a fim de mitigar, de boa-fé, a efetiva perda sofrida pela parte indenizável.

Cabe aqui diferenciar as distinções entre boa-fé subjetiva e boa-fé objetiva. A boa-fé, em sua concepção subjetiva, era utilizada, no Código Civil de 1916, como regra para interpretar o negócio jurídico. Está relacionada com a psique, com o emocional e ânimo do indivíduo. Ademais, refere-se ao conhecimento ou à ignorância da pessoa em relação a determinados fatos, servindo como proteção ao indivíduo que pensa estar agindo de acordo com as leis, quando na verdade, está em outra realidade¹³⁷.

Desse modo, conforme leciona o autor português Menezes Cordeiro, a boa-fé subjetiva possui duas interpretações: **(i)** em um sentido apenas psicológico, “estaria de boa-fé quem pura e simplesmente desconhecesse certo facto ou estado de coisas, por muito óbvio que fosse” ou **(ii)** considerando um sentido ético, “só estaria de boa-fé quem se encontrasse num desconhecimento não culposo; noutros termos: é considerada má-fé pessoa que, com culpa, desconheça aquilo que deveria conhecer”¹³⁸

Por outro lado, a boa-fé objetiva possui natureza jurídica de princípio, sendo uma fonte de direito e de obrigação, ao impor o dever de agir às partes segundo um padrão de conduta e induzindo a uma atuação ética a ser adotada pela parte, já esperada pela ordem social¹³⁹. Tal princípio deve ser adotado nos contratos de fusões

¹³⁶ CITOLINO, Carolina Bosso. **Indenização pelo descumprimento da cláusula de declarações e garantias no Brasil**. Dissertação. (Pós-Graduação *Lato Sensu* em Direito) – Programa de Pós-Graduação em Direito, Insper – Instituto de Ensino e Pesquisa, São Paulo, 2013, p. 66.

¹³⁷ GONÇALVES, Carlos Roberto. **Direito Civil Brasileiro: contratos e atos unilaterais**. 14. ed. São Paulo: Saraiva, 2017, p. 65.

¹³⁸ MENEZES CORDEIRO, António Manuel da Rocha e. **Tratado de direito civil português – parte geral** (Tomo I). 2. ed. Coimbra: Almedina, 2000, p. 229.

¹³⁹ Vera Jacob de Fradera ensina que a boa-fé objetiva possui três funções, a saber: de interpretação (nos termos do art. 113, do Código Civil), de concretização (“[...] consiste na determinação do

e aquisições, não podendo as partes apenas respeitarem as cláusulas que foram negociadas, devendo também observar os deveres ligados à moralidade, à função social do contato e à lealdade. Desse modo, a boa-fé objetiva é um dever ativo, que deve estar presente na interpretação de todas as disposições contratuais, juntamente com os seus deveres anexos, como o respeito, o cuidado, a informação e a cooperação entre os contratantes.

3.1.2 O dever de informar

A partir da finalidade das partes da natureza dos negócios jurídicos, é possível extrair deveres anexos de conduta da boa-fé objetiva, como o agir com probidade, honestidade e lealdade em relação a outra parte, sendo deveres que não dizem respeito ao que prestar, mas ao como prestar¹⁴⁰. Assim, além de cumprir as obrigações contratuais, as partes precisam observar o cumprimento de certos deveres positivos, como lealdade e cooperação, bem como deveres negativos, como se abster de realizar certas condutas.

Com relação ao dever anexo da cooperação, Judith Martins-Costa leciona que “trata-se de uma cooperação qualificada pela finalidade, que é alcançar o adimplemento satisfatório, destacando-se o vínculo com a obtenção das utilidades buscadas pelo contrato”. Ainda, a autora afirma que a cooperação “inclui a probidade (Código Civil, artigo 422), que é a correção da conduta, o seu direcionamento ético”¹⁴¹. Desse modo, na negociação do contrato de fusões e aquisições, a cooperação impõe às partes a não terem comportamentos contraditórios durante as negociações preliminares, o *signing*, o *closing*, e até mesmo o *pós-closing* (tendo em vista as obrigações a serem cumpridas após o fechamento da operação, bem como as cláusulas que possuem limitações temporais, como é o caso da indenização).

Para evitar o acionamento de eventual indenização com base na quebra das declarações e garantias, é preciso ser observado o dever informacional, uma vez que

conteúdo da boa-fé, mediante o recurso aos usos, usos locais e a certos valores”) e de controle (“[...] deve ser vista como uma espécie de diretiva do comportamento das partes [...]”) (FRADERA, Vera Jacob de. Informar ou não informar nos contratos, eis a questão! *In.*: FRADERA, Vera Jacob de; MARTINS-COSTA, Judith (org.). **Estudos de direito privado e processo civil**: em homenagem a Clóvis do Couto e Silva. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2014, p. 247).

¹⁴⁰ MARTINS-COSTA, Judith. **A boa-fé no direito privado: critérios para a sua aplicação**. São Paulo: Marcial Pons, 2015, p. 222.

¹⁴¹ *Ibidem.*, p. 523.

as informações prestadas acerca da sociedade pelo vendedor ao comprador podem ser decisivas com relação à conclusão da operação. Fica claro que a elaboração da cláusula de declarações e garantias resulta da aplicação prática do princípio da boa-fé, que deverá permear todas as etapas da negociação, tendo em vista que seu descumprimento ensejará o dever de indenizar.

Apesar da boa-fé não estabelecer um dever incondicionado de publicidade frente a terceiros, o dever de informar deve ser analisado sob um viés ético e moral. Nessa senda, Josep Llobet Aguado diz que o dever informacional “supõe que cada parte deva informar a outra sobre os dados que aquele ignora e que não está em condições de conhecer por si mesma”¹⁴². Ainda, vale ressaltar que a não revelação de uma determinada informação não necessariamente torna isto um ato ilícito ou desleal, visto que ambas as partes precisam observar das informações relevantes à negociação do contrato. Todavia, haverá o dever informacional no caso de a contraparte estar aguardando o recebimento da informação, visando corresponder o princípio à boa-fé objetiva¹⁴³.

Nesse contexto, verifica-se uma problemática acerca do que deve ou não ser informado entre as partes. Compreende-se que, ao prestar as declarações e garantias, uma informação inverídica pode ensejar o dever de indenizar. Contudo, nem sempre a omissão de uma declaração pode ser definida a uma violação. Analisa-se então, se tal omissão é “tão eloquente quanto uma mentira”¹⁴⁴.

Para Judith Martins-Costa, o dever informacional é definido pelos aspectos de instrumentalidade ou racionalidade. Com relação à instrumentalidade, o dever informacional é utilizado para determinado resultado útil, enquanto para a racionalidade, é considerado o dever em relação ao indivíduo, visto que uma relação que pode ser considerada irrelevante a uma pessoa leiga, pode ser imprescindível para o profissional que esteja negociando o contrato¹⁴⁵. Assim, fica claro que a aplicação do dever precisa ser avaliada diante do caso concreto, observando: **(i)** elementos fáticos subjetivos relacionados à pessoa dos envolvidos, como a

¹⁴² MARTINS-COSTA, Judith. **A boa-fé no direito privado: critérios para a sua aplicação**. São Paulo: Marcial Pons, 2015, p. 540.

¹⁴³ SILVA, Eva Sónia Moreira da. **Da responsabilidade pré-contratual por violação dos deveres de informação**. Coimbra: Almedina, 2006, p. 78

¹⁴⁴ MARTINS-COSTA, Judith. **A boa-fé no direito privado: critérios para a sua aplicação**. São Paulo: Marcial Pons, 2015, p. 539.

¹⁴⁵ *Ibidem.*, p. 530.

possibilidade de assimetria informacional; **(ii)** elementos fáticos objetivos, como os riscos assumidos pelas partes e **(iii)** elementos normativos, como o dever de informar.

Em alguns casos, todas as fases de um contrato podem ocorrer instantaneamente, mediante proposta e aceite, sendo executado e adimplido o instrumento contratual. Nesse contexto, não se analisa a fase pré-contratual (negociações preliminares), visto que esta não ocorreu. Todavia, há contratos, como os de fusões e aquisições em que requer uma exaustiva negociação como relação às cláusulas, como a necessidade de um consentimento progressivo pelas partes, acerca de cada conteúdo contrato, que irá formar um consentimento definitivo, passando da fase pré-contratual¹⁴⁶.

Diante disso, vale ressaltar a relevância da informação para o bom funcionamento das relações negociais. Os contratos acabam constituindo um acordo que prevê o futuro, e para isso, precisam de um suporte informacional para melhor estabelecer as consequências e possibilidades nas cláusulas, como é o caso da cláusula indenizatória. Assim, quanto menos informação for partilhada entre as partes, mais incompleto e genérico o contrato trará riscos e conflitos futuros para a relação contratual¹⁴⁷. Ainda, a violação de um de dever informacional cometida por dolo no âmbito contratual, ensejará a responsabilidade para a parte.

Com relação ao pressuposto inicial do dever de informar, deve-se observar a assimetria de informações entre as partes, já discutida no presente trabalho. Assim, o dever informacional só pode surgir quando houver uma desigualdade nas informações, ou seja, se o credor da informação (vendedor), a desconhece, e o devedor (comprador), a conhece, não existirá qualquer dever de informar¹⁴⁸. Todavia, se vendedor e comprador têm conhecimento da informação, a responsabilidade do vendedor não poderá ser afastada por descumprimento do dever informacional, advindo da boa-fé objetiva¹⁴⁹.

Apesar do vendedor não ter o dever de informar, em sede das declarações em garantias, se este decide fazê-lo, deve prestar tais informações com exatidão sobre

¹⁴⁶ MARTINS-COSTA, Judith. **A boa-fé no direito privado: critérios para a sua aplicação**. São Paulo: Marcial Pons, 2015, p. 425.

¹⁴⁷ FARIAS, Cristiano Chaves; ROSENVALD, Nelson. **Curso de direito civil: contratos I - 7. ed.**- Salvador; Editora JusPodivm, 2017, p.191.

¹⁴⁸ SILVA, Eva Sónia Moreira da. **Da responsabilidade pré-contratual por violação dos deveres de informação**. Coimbra: Almedina, 2006, p. 122.

¹⁴⁹ OLIVEIRA, Caio Raphael Marotti de. **A cláusula pro-sandbagging (conhecimento prévio) em contratos de alienação de participação acionária**. 2020. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2020, p. 166.

os fatos essenciais para determinar a vontade de realizar a operação¹⁵⁰, bem como observar o dever da verdade, em que o vendedor deverá omitir informações inexatas sobre fatos essenciais para a viabilização da operação. Ainda, considerando a assimetria informacional nas operações, o vendedor que presta informações, por sua conta em risco, deve considerar que o comprador irá confiá-las, e, se for o caso de falsidade, acionar os remédios disponíveis. Desse modo, não poderá o vendedor se beneficiar alegando que o comprador deveria conhecer uma verdade que não aquela que foi fornecida nas disposições das declarações e garantias.

3.1.3 A cláusula de *sandbagging*

As cláusulas de *sandbagging* ou cláusulas de irrelevância da ciência prévia¹⁵¹ estão diretamente relacionadas com as declarações e garantias e com a cláusula indenizatória. O termo *sandbagging* é aplicado nos contratos de fusões e aquisições da seguinte forma: o comprador celebra o *signing* sabendo que o vendedor prestou declarações e garantias falsas e sua expressão origina de gangues norte-americanas do século XIX que atacam suas vítimas com as mochilas cheias de areia, de surpresa¹⁵². Contudo, o comprador acaba não informando o vendedor da inveracidade. Então, após o *closing*, busca responsabilizar o vendedor com base nessas desconformidades¹⁵³. Vale dizer que o comprador pode ter conhecimento de tais falsidades no período intermediário (entre *signing* e *closing*), ou, até mesmo, antes do *signing*, podendo haver declarações e garantias inverídicas em documentos preliminares, como em uma carta de intenções ou um memorando de entendimentos¹⁵⁴.

¹⁵⁰ SILVA, Eva Sônia Moreira da. **Da responsabilidade pré-contratual por violação dos deveres de informação**. Coimbra: Almedina, 2006, p. 122.

¹⁵¹ GREZZANA, Giacomo. Cláusula de irrelevância da ciência prévia do adquirente sobre contingências da sociedade-alvo em alienações de participação societária (cláusula de irrelevância da ciência prévia – “*sandbagging provisions*”). **Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários**. São Paulo: Almedina, v. 11, 2020, p. 106.

¹⁵² WEST, Glenn e SHAH, Kim. *Debunking the Myth of the Sandbagging Buyer: When All Buyers Agree to Anti-Sandgagging Clauses, Who Is Sandbagging Whom?* Apud CUPIDO, Ana Carolina Rocha e FRANCISCO, André Marques. Efeitos do Conhecimento e as Cláusulas de *Sandbagging*: In: **M&A e Reestruturação de Empresas**. (coord.). GUERREIRO, Luis Fernando. São Paulo: Quartier Latin, 2023, p. 75.

¹⁵³ SHADDEN, Stacey. *How to sandbag your opponent in the unsuspecting word of high stakes acquisitions*. Cheigton law review, v. 47, 2014, p. 459.

¹⁵⁴ OLIVEIRA, Caio Raphael Marotti de. **A cláusula pro-sandbagging (conhecimento prévio) em contratos de alienação de participação acionária**. 2020. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2020, p. 161.

A grande questão se estabelece em saber se tal comportamento do comprador é lícito, e, se assim, ele teria o direito pela busca de indenização em desfavor do vendedor após o fechamento do contrato. Para evitar tais dúvidas, é possível que as partes estabeleçam, no SPA, cláusulas de *sandbagging*. Se o contrato for *pro-sandbagging*, será estabelecido que o conhecimento do comprador acerca das inveracidades prestadas pelo vendedor não irá afetar as opções de indenização após o fechamento, podendo exigir os remédios dispostos na cláusula de indenização do contrato ou na lei. Contudo, se o contrato dispuser de uma cláusula *anti-sandbagging*, o conhecimento do comprador irá afastar a possibilidade do acionamento de seus remédios após o fechamento, não podendo reivindicar eventual indenização. Ressalta-se que a cláusula de *sandbagging* não possui uma localização exata dentro do contrato, podendo estar inserida nas cláusulas de declarações e garantias, disposições gerais, indenizações ou em qualquer outra seção, a critério das partes.

Desse modo, em um contrato onde a cláusula seja *anti-sandbagging*, recai sobre o comprador o ônus de realizar uma auditoria mais minuciosa, diante da análise de todos os documentos disponibilizados pelo vendedor, bem como de investigações independentes. Assim, havendo uma cláusula nesse sentido, o comprador é estimulado a negociar eventuais contingências que tenha descoberto previamente ao *closing*, podendo negociar e discutir junto ao vendedor¹⁵⁵.

Abaixo, há um exemplo da cláusula *pro-sandbagging*, retirada de um contrato-modelo da American Bar Association:

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 obligation¹⁵⁶.

Já uma cláusula *anti-sandbagging* possui a redação abaixo:

The Purchaser acknowledges that he/she had the opportunity to conduct due diligence and investigation with respect to the Company, and in no event shall the Seller have any liability to the Purchaser with respect to a breach of

¹⁵⁵ KALANSKY, Daniel e BIONDI SANCHEZ, Rafael. “*Sandbagging Clauses* nas Operações de Fusões e Aquisições (M&A)”. In: Henrique Barbosa e Sérgio Botrel (Coord.). **Novos temas de Direito e Corporate Finance**. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 148.

¹⁵⁶ AMERICAN BAR ASSOCIATION. **Model stock purchase agreement with commentary**. v. I. 2. ed. Chicago: American Bar Association, 2010, p. 299.

representation, warranty, or covenant under this Agreement to the extent that the Purchaser knew of such breach as of the closing date¹⁵⁷.

Portanto, fica nítido que as cláusulas *pro* e *anti-sandbagging* também atuam como uma forma de alocação de riscos entre as partes, bem como evidenciam a importância da *due diligence* perante a empresa-alvo e de uma completa e correta redação das declarações e garantias. Ainda, a depender do tipo de cláusula a ser inserida no contrato (*pro* ou *anti*), irá se atribuir maior proteção ao comprador (no caso da escolha de uma cláusula *pro-sandbagging*) ou ao vendedor (ao escolher uma cláusula *anti-sandbagging*)¹⁵⁸

Contudo, no direito brasileiro, se estabelece um sistema *anti-sandbagging*¹⁵⁹, visto que não há um dispositivo legal com relação ao conhecimento pelo adquirente de vícios quando o contrato é celebrado. Caso o contrato for silente na aplicação da cláusula, pode-se aplicar, por analogia, os artigos 441, *caput*¹⁶⁰, e 457¹⁶¹ do Código Civil (vícios redibitórios e evicção, respectivamente). Se for aceita a aplicação do dispositivo de vícios redibitórios, os vícios devem ser ocultos, sem que o adquirente os conheça. Ainda, se souber que a coisa é alheia ou litigiosa, não poderá o comprador pleitear pela evicção. De qualquer forma, caso algum dos institutos for aplicado ao caso, a lei afasta a responsabilidade do vendedor na hipótese de o comprador ter conhecimento sobre o defeito ou vício da coisa, não podendo o comprador exigir eventuais indenizações¹⁶². Porém, se as partes estabelecerem uma cláusula *sandbagging*, em sede da norma do artigo 421¹⁶³ do Código Civil, afasta-se a aplicação de tais dispositivos.

Um dos argumentos favoráveis à cláusula *pro-sandbagging* é a sua utilização no sentido de função social do contrato, visto que o acionamento da cláusula leva às partes a definirem o preço, movimentando a troca econômica entre comprador e

¹⁵⁷ SESTER, Peter. **Business and Investment in Brazil**. New York: Oxford University Press, 2022, p. 318.

¹⁵⁸ EIZIRIK, Nelson. **M&A: Regime societário e contratual**. 1. ed. São Paulo: 2024, p. 291.

¹⁵⁹ GREZZANA, Giacomo. Cláusula de irrelevância da ciência prévia do adquirente sobre contingências da sociedade-alvo em alienações de participação societária (cláusula de irrelevância da ciência prévia – “*sandbagging provisions*”). **Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários**. São Paulo: Almedina, v. 11, 2020, p. 111.

¹⁶⁰ CC - 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.

¹⁶¹ CC - Art. 457. Não pode o adquirente demandar pela evicção, se sabia que a coisa era alheia ou litigiosa.

¹⁶² EIZIRIK, Nelson. **M&A: Regime societário e contratual**. 1. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2024, p. 294.

¹⁶³ CC - Art. 421. A liberdade contratual será exercida nos limites da função social do contrato.

vendedor¹⁶⁴. Ainda, se inserirem a cláusula no contrato, estariam precificando de alguma forma o direito a eventual indenização, com o estabelecimento de alocação de riscos através da cláusula.

Contudo, também é questionável a validade da cláusula, com base no princípio da boa-fé objetiva, ao analisar a licitude do comportamento do comprador, tendo em vista que o comprador tem ciência que o vendedor prestou declarações inverídicas, mas ainda assim permanece silente, aspirando por uma indenização posterior. Porém, há a possibilidade de as declarações inverídicas não terem sido estabelecidas de forma proposital. Desse modo, a cláusula de *sandbagging* é interpretada como uma “carta na manga” para o vendedor, indo contra a boa-fé objetiva¹⁶⁵.

Ainda, vale se atentar quanto à intenção do vendedor, em hipótese em que este exija a inserção da cláusula a fim de obter vantagem indevida, também atentando contra a boa-fé objetiva¹⁶⁶. Porém, caso vendedor e comprador tenham conhecimento acerca da declaração falsa e ainda assim celebrarem a alienação de participação societária, é possível acionar a regra do “*nemo potest venire contra factum proprium*”, hipótese em que nenhuma das partes poderá pleitear por eventual indenização em desfavor da outra¹⁶⁷.

3.2 Limites estabelecidos

Na maioria das cláusulas de indenização constantes nos contratos de fusões e aquisições, as partes entendem por estabelecer certas limitações quantitativas (*e.g.*, o vendedor aceita indenizar perdas até certo montante, sendo que, caso o valor limite seja atingido, mesmo que se materializem perdas adicionais, o vendedor não terá

¹⁶⁴ NISHI OTANI, Camila. **A Cláusula de Sandbagging em Contrato de M&A**. São Paulo: Quartier Latin, 2023, p. 125.

¹⁶⁵ PARGENDLER, Mariana e PORTUGAL GOUVÊA, Carlos. As Diferenças entre Declarações e Garantias e os Efeitos do Conhecimento do Adquirente (Sandbagging). 6 ago. 2020. **FGV Direito SP Research Paper Series** n. Forthcoming. Disponível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3668391>. p. 180. Acesso em: 28 de maio de 2024.

¹⁶⁶ TONIN MORAIS, Ricardo. **Efeitos do conhecimento para fins de indenização em contratos de alienação de participações societárias no Brasil: uma análise da regulação contratual do sandbagging**. São Paulo: 2022, p. 88. Disponível em: <https://repositorio.fgv.br/items/e76fb457-54a1-49fc-8436-3d2253d1d2d4>. Acesso em: 28 de maio de 2024.

¹⁶⁷ TRINDADE, Marcelo. *Sandbagging* e as Falsas Declarações em Aliações Empresariais. In: **Direito Societário, Mercado de Capitais, Arbitragem e Outros Temas: Homenagem a Nelson Eizirik** – Volume III. São Paulo: Quartier Latin, 2020, p. 97.

obrigação de indenizar o comprador) e temporais (e.g., o vendedor aceita indenizar perdas materializadas, e que venham a materializar até certa quantidade de anos após o *closing*, sendo que, após tal data, mesmo que existam outras perdas, estas não mais poderão ser ressarcidas pelo vendedor), possibilitando um conhecimento prévio do valor mínimo e máximo da indenização em eventual inadimplemento por uma das partes. Desse modo, são utilizadas disposições limitativas do dever de indenizar e/ou uma cláusula de não indenizar.

As cláusulas que estabelecem limites quantitativos possuem o objetivo de limitar o valor de indenização a ser pago pela parte indenizadora, através da definição do valor máximo devido, caso o dano ocorra. Desse modo, o objetivo é reduzir o montante indenizatório, que poderia estar sujeito ao princípio da reparação integral, caso não houvesse tal cláusula limitativa¹⁶⁸.

Há diversos critérios para definir a limitação de valor da obrigação de indenizar. Normalmente, os valores são estabelecidos considerando o preço de aquisição da operação, devendo ser considerado o preço final, já abarcando eventuais ajustes, e que este valor deverá ser atualizado por determinado índice de correção¹⁶⁹.

A primeira e mais comum cláusula limitativa, de aspecto quantitativo, é aquela que estabelece um limite total e máximo para o pagamento da indenização devida, sendo denominado como “teto” ou *cap*. Por meio desse instrumento, as partes estabelecem um valor pré-determinado em que a parte indenizadora teria a obrigação de indenizar até certo valor, sendo que o valor excedente (se existir) deverá ser arcado pela parte que suportou as perdas. O comprador tenta definir esse limite em um valor mais próximo possível do preço de aquisição, ante ao argumento que o vendedor deveria aceitar tal valor, visto que tem conhecimento das contingências da empresa que está alienando.

Já o vendedor tenta reduzir o máximo possível esse limite, alegando que foi conduzida uma *due diligence* pelo comprador, bem como ele já teria conhecimentos dos passivos da empresa-alvo¹⁷⁰. Assim, o *cap* fica pautado em uma boa e clara

¹⁶⁸ AVELAR, Letícia. **A cláusula de não indenizar**: uma releitura do instituto à luz do atual código civil brasileiro. Dissertação (Mestrado em Direito Civil). Programa de Pós-Graduação em Direito, Universidade De São Paulo, São Paulo, 2011, p. 43.

¹⁶⁹ SEQUERRA, Natalie. A cláusula de indenização como mecanismo de alocação de risco. In: SUSSEKIND, Carolina S.; FREITAS, Fernanda; CAVALCANTI, Flávia (coord.). **Fusões e Aquisições em Foco**: Uma Abordagem Multidisciplinar. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2020, p. 271.

¹⁷⁰ CITOLINO, Carolina Bosso. **Indenização pelo descumprimento da cláusula de declarações e garantias no Brasil**. Dissertação. (Pós-Graduação *Lato Sensu* em Direito) – Programa de Pós-Graduação em Direito, Insper – Instituto de Ensino e Pesquisa, São Paulo, 2013, p.112.

redação da cláusula de declarações e garantias. Ainda, vale esclarecer que, tendo em vista sua natureza de limitar a responsabilidade, o *cap* não é aplicável aos casos de dolo ou culpa grave da parte indenizadora (inclusive o dolo eventual).

Outro mecanismo limitativo bastante utilizado é o *basket* (“piso”), que pode ou não ser utilizado como uma franquia (*deductible*). Nessa limitação, é exigido que as perdas reclamadas, em valor total, atinjam um determinado valor mínimo antes que o comprador possa pedir a indenização do vendedor. Importante dizer que não há uma regra fixa para estabelecer esse mínimo, pois depende do tamanho da operação, bem como das contingências encontradas durante a auditoria. Ainda, há algumas variações relacionadas ao *basket*, visto que, em certos casos, o vendedor fica responsável apenas pelo montante que excede esse valor mínimo (*non tipping basket*). Por outro lado, é possível estabelecer que, uma vez atingido o valor do *basket*, o vendedor indenizará por todas as contingências reclamadas, incluindo o montante do *basket* ¹⁷¹ (*tipping basket*).

Por fim, também há o *de minimis*, que é um valor mínimo para que cada demanda de indenização seja individualmente considerada indenizável, sendo um “valor individual mínimo”, buscando evitar a burocracia de pleitear a indenização quando os valores envolvidos são pequenos. Assim, podem existir valores a pleitear tão pequenos que não vale a pena acionar a indenização, considerando o tamanho da operação. Aqui vale dar o exemplo da empresa-alvo ter inúmeras reclamações trabalhistas, mas todas com valores inexpressivos. Nesse caso, se o valor da operação for alto, não compensaria acionar a indenização para essas pequenas contingências.

Ainda há as limitações definidas por critérios temporais, buscando limitar o lapso temporal em que a parte fica responsável por indenizar. Pode ser uma limitação genérica, estabelecendo apenas que o vendedor fica responsável por eventuais perdas sofridas pela sociedade-alvo por um período de “x” anos, a contar da data do fechamento da operação. Porém, em cláusulas de limitação mais elaboradas e cuidadosas, as partes fixam prazos distintos para indenizar perdas de natureza diferente, como indenização para contingências trabalhistas, fiscais, previdenciária, ambiental etc. Em ambas as situações, após o prazo fixado transcorrer, a parte

¹⁷¹ *Ibidem*. p.111.

indenizadora deixa de ser responsável pela respectiva perda, devendo a parte indenizável arcar com os danos.

Vale ressaltar que, ao estabelecer certos limites temporais para o dever de indenizar, as partes devem observar que a cláusula tenha a previsão de prescrição e decadência, para que não haja incerteza quanto aos prazos. Tal limite temporal comumente é aplicado ao prazo para a parte indenizável apresentar notificação ao “evento sujeito a indenização”. Pode-se dizer que coexistem dois limites temporais para a notificação do evento indenizável, sendo um limite genérico para a notificação, que seria o prazo total, e outro limite específico, contado a partir do momento em que a parte teve conhecimento da perda¹⁷².

O prazo genérico é relativo ao termo contratual para que a parte indenizável possa exercer seu direito potestativo. Por outro lado, o prazo específico da notificação contado da ciência da perda, é classificado como prazo decadencial contratual. Dessa forma, se a notificação não for encaminhada pela parte indenizável à parte indenizadora, dentro do prazo estabelecido na cláusula, o direito subjetivo é perdido.¹⁷³

Todavia, também pode-se interpretar que a notificação específica seria apenas o cumprimento da obrigação contratual, e não o prazo para de exercer o direito. Nesse contexto, o inadimplemento geraria apenas em perdas e danos.

Contudo, não há uma regra definida para a definição desses limites, mas, na prática, a data costuma estar vinculada a um período após o fechamento, dentro do qual poderá haver descobertas de eventuais quebras das disposições da cláusula de declarações e garantias, ou ainda, dentro do qual terceiros se sentiram prejudicados com esses inadimplementos, reivindicando a reparação de seus danos. Em média, o prazo gira em torno três a cinco anos, podendo ser determinados períodos menores¹⁷⁴.

3.3 Garantias da indenização

¹⁷² MUNIZ, Joaquim de Paiva. **Introdução às Operações de Compra e Venda de Participação Societária**: Manual de M&A. São Paulo: Quartier Latin, 2024, p. 103.

¹⁷³ MUNIZ, Joaquim de Paiva. **Introdução às Operações de Compra e Venda de Participação Societária**: Manual de M&A. São Paulo: Quartier Latin, 2024, p. 104.

¹⁷⁴ CITOLINO, Carolina Bosso. **Indenização pelo descumprimento da cláusula de declarações e garantias no Brasil**. Dissertação. (Pós-Graduação *Lato Sensu* em Direito) – Programa de Pós-Graduação em Direito, Insper – Instituto de Ensino e Pesquisa, São Paulo, 2013, p.112.

Considerando o risco de crédito por parte do vendedor, é possível que a indenização não seja suficiente para ressarcir eventuais prejuízos incorridos pelo adquirente da empresa-alvo. Dessa forma, é comum que sejam estabelecidas garantias para as potenciais indenizações previstas no contrato, com preço sujeito às declarações e garantias, cuja quebra pode causar pagamentos futuros pelas partes¹⁷⁵.

Vale dizer que a forma em que a cláusula contratual que dispõe acerca das garantias é elaborada depende da estrutura da operação. Em operações em que o pagamento é diferido do preço de aquisição, o vendedor exige garantias do comprador. Contudo, o comprador exige garantias do vendedor em relação às contingências encontradas em sede de *due diligence*, bem como aos eventos que ocorreram até a data do fechamento, e que tenham sido de responsabilidade do vendedor, ou, ainda com relação às falsidades nas declarações e garantias prestadas¹⁷⁶.

Desse modo, a escolha das garantias é negociada entre as partes, estando o a eficiência da garantia prestada vinculada à sua segurança jurídica, no que diz respeito à oponibilidade com relação a terceiros e liquidez. Recomenda-se que sejam estabelecidas garantias que possam ser acionadas sem a interferência do Poder Judiciário. Assim, Joaquim Muniz classifica as garantias em duas espécies: *(i)* as que têm por objeto o preço de aquisição, como a *escrow account* (conta-garantia) e o *hold-back* (retenção de preço) e *(ii)* as garantias externas, como as reais e fidejussórias¹⁷⁷.

3.3.1 As espécies de garantias

A *escrow account* ou conta-garantia, definida no contrato como “conta vinculada”, é uma conta aberta, não movimentável, feita mediante contrato entre as partes e uma instituição financeira (terceiro), onde o preço de aquisição da operação (total ou parcial) será mantido, sendo liberado para alguma das partes apenas quando as obrigações contratuais previstas forem devidamente atendidas, a depender do contexto contratual¹⁷⁸. Dessa forma, a conta acaba por exercer uma dupla função, de

¹⁷⁵ MUNIZ, Joaquim de Paiva. **Introdução às Operações de Compra e Venda de Participação Societária**: Manual de M&A. São Paulo: Quartier Latin, 2024, p. 105.

¹⁷⁶ BOTREL, Sérgio. **Fusões & Aquisições**. 5. ed. São Paulo: Saraiva Jur, p. 317.

¹⁷⁷ MUNIZ, Joaquim de Paiva. **Introdução às Operações de Compra e Venda de Participação Societária**: Manual de M&A. São Paulo: Quartier Latin, 2024, p. 105.

¹⁷⁸ A Instrução 356 da CVM de 1991, já revogada, definia a *escrow account* da seguinte maneira: “Art. 38, VII, b) conta especial instituída pelas partes junto a instituições financeiras, sob contrato,

garantia e cumprimento, gerando segurança para ambas as partes. Contudo, acaba sendo desafiante aos assessores para chegarem a um consenso na definição da parcela a ficar restrita na conta, bem como a determinação do prazo e das condições de liberação do valor.

O valor mantido poderá ser sacado pelo vendedor após o prazo fixado, salvo se, durante tal período, alguma indenização for devida ao comprador, hipótese em que este poderá sacar o dinheiro para ser ressarcido. Se houver um evento sujeito a indenização durante o período de depósito, o valor é mantido na *escrow account* até a definição do dever ou não de indenizar por parte do vendedor.

As partes celebram contrato perante o banco, dispondo que o valor depositado e o os juros que renderam só poderão ser retirados pelas partes se: **(i)** após transcorrer o prazo determinado, o banco não ser notificado sobre qualquer evento sujeito a indenização; **(ii)** por carta assinada por todas as partes do contrato ou **(iii)** por decisão de tribunal competente, nos termos do contrato (judiciário ou arbitragem), declarando que é devido o valor para ressarcir o comprador ante a ocorrência do dever de indenizar do vendedor¹⁷⁹.

Para o vendedor, a vantagem do uso de tal mecanismo se dá através da desnecessidade de investigar bens executáveis do vendedor para receber eventual indenização decorrente de contingências materializadas da empresa-alvo, ou até passivos que não foram identificados durante a *due diligence* e não revelados pelo vendedor. Assim, após o pagamento do preço, o comprador teria tal valor garantido para ressarcir eventual valor devido pelo vendedor. Por outro lado, o vendedor fica assegurado do risco de inadimplemento do pagamento do preço parte do comprador, visto que, transcorrido o prazo fixado, e cumpridas as condições, o banco irá liberar o a parcela do preço mantido¹⁸⁰.

Se houver qualquer condição para liberação de valores, parcial ou integral, a ser observada pelas partes, o ideal é o contrato de depósito prever que a liberação do valor estará condicionada ao envio de notificação assinada por todas as partes do contrato ao banco, a fim da instituição financeira não assumir uma posição de árbitro perante as controvérsias entre comprador e vendedor, se eximindo da análise de

destinada a acolher depósitos a serem feitos pelo devedor e ali mantidos em custódia, para liberação após o cumprimento de requisitos especificados e verificados pelo custodiante (*escrow account*).”

¹⁷⁹ MUNIZ, Joaquim de Paiva. **Introdução às Operações de Compra e Venda de Participação Societária**: Manual de M&A. São Paulo: Quartier Latin, 2024. p. 106.

¹⁸⁰ BOTREL, Sérgio. **Fusões & Aquisições**. 5. ed. São Paulo: Saraiva Jur, 2017, p. 317.

mérito para liberação dos valores. Se houver divergência com relação ao contrato ou à concordância do envio de notificação, a parte inconformada deve pleitear o evento ocorrido diante da arbitragem ou do Judiciário, para que haja uma decisão acerca do direito de levantar os valores que estão depositados¹⁸¹.

Não há uma regra para fixar o montante a ser retido na conta. Todavia, é usual que o valor seja determinado em torno de 10% a 20% do preço de aquisição da empresa-alvo¹⁸². Também não há uma fórmula para se estabelecer o prazo em que os valores ficarão retidos perante a instituição financeira, mas, normalmente, o período é menor do que as limitações temporais estabelecidas na cláusula de indenização. Ainda, é comum que, caso não haja eventos sujeitos à indenização para ser resolvidos no termo final estabelecido, os valores são liberados ao vendedor. Contudo, se houver conflitos pendentes, os valores continuarão retidos até que a controvérsia seja solucionada, sendo uma forma de proteção ao vendedor.

Há outra garantia frequentemente utilizada pelas partes, e mais popular, tendo em vista que não implica em custos adicionais, nem em documento acessórios, como é o caso da *escrow*, é o *hold-back* (retenção de parcelas vincendas). As partes convencionam que parte do valor do preço de aquisição ficará retido pelo comprador e pago após certo período, possibilitando a compensação com eventuais indenizações devidas pelo vendedor durante o período. Assim como estabelecido na *escrow account*, caso surja um evento sujeito a indenização, o pagamento continuaria retido até ser emitida uma decisão, a fim de definir se de fato há ou não o dever de indenizar por parte do vendedor.

Na prática, a escolha por essa modalidade de pagamento diferido se dá pela constatação, durante a auditoria, de contingências da empresa-alvo. Normalmente o vendedor é resistente em descontar tais contingências do preço de aquisição, sendo que a retenção de valor solucionaria tal impasse entre as partes. Assim, durante o período de retenção, é possível que o comprador verifique eventuais quebras de declarações e garantias, bem como a materialização das contingências encontradas na *due diligence*. Assim, juntamente à cláusula que convencionou o parcelamento de

¹⁸¹ *Ibidem*, p. 318

¹⁸² CRAWFORD, Dewey B. O Acordo de Aquisição. *In*: KEY, Stephen L. **Guia da Ernst & Young para administração de fusões e aquisições**. Rio de Janeiro: Record, 1995, p. 130.

preço, há uma previsão autorizando a retenção de parcelas em caso de indenização devida ao comprador¹⁸³.

Tal disposição deve ser detalhada, descrevendo as situações em que as parcelas poderão ser retidas, bem como o prazo da retenção, o valor total a ser retido e as condições para o levantamento de valores pelo vendedor, se for o caso. Sendo assim, apesar de ser uma garantia de fácil execução, mas econômicas e objetiva para as partes, acaba alocando ao vendedor um risco de solvência do comprador, ao final do período de retenção. A liberação de valores pode ser morosa, caso dependa de uma decisão judicial ou arbitral.

Com relação às garantias externas, é possível que as partes estabeleçam garantias fidejussórias (pessoais), onde o vendedor obtém garantias de pessoas a ele relacionadas, como pessoas físicas controladoras e/ou empresas do mesmo grupo econômico com patrimônio expressivo¹⁸⁴. É comum que o comprador exija que tal garantia seja solidária, bem como que o garantidor renuncie aos benefícios de fiança elencados no Código Civil, como os de ordem¹⁸⁵ e divisão¹⁸⁶. Contudo, as partes devem observar a necessidade, ou sua dispensa, da outorga uxória do cônjuge, a depender do regime de casamento da pessoa física que será o fiador da garantia.

Ainda, é possível que sejam outorgadas algumas garantias reais, como a hipoteca, penhor ou alienação fiduciária. Vale ressaltar que tais garantias geram custos excessivos e burocracia para a sua constituição. A utilização da hipoteca e do penhor como garantias de uma operação de compra e venda de quotas/ações é restrita pela vedação ao pacto comissório¹⁸⁷, bem como uma ineficiência do sistema de execução vigente no Brasil¹⁸⁸.

Todavia, se a instituição de garantias com maior liquidez for dificultosa, é possível que as garantias reais confirmem certa segurança para as partes. Se diversos

¹⁸³ BOTREL, Sérgio. **Fusões & Aquisições**. 5. ed. São Paulo: Saraiva Jur, 2017, p. 318.

¹⁸⁴ MUNIZ, Joaquim de Paiva. **Introdução às Operações de Compra e Venda de Participação Societária**: Manual de M&A. São Paulo: Quartier Latin, 2024, p. 106.

¹⁸⁵ CC - Art. 827. O fiador demandado pelo pagamento da dívida tem direito a exigir, até a contestação da lide, que sejam primeiro executados os bens do devedor.

¹⁸⁶ CC - Art. 829. A fiança conjuntamente prestada a um só débito por mais de uma pessoa importa o compromisso de solidariedade entre elas, se declaradamente não se reservarem o benefício de divisão.

Parágrafo único. Estipulado este benefício, cada fiador responde unicamente pela parte que, em proporção, lhe couber no pagamento.

¹⁸⁷ CC - Art. 1.428. É nula a cláusula que autoriza o credor pignoratício, anticrético ou hipotecário a ficar com o objeto da garantia, se a dívida não for paga no vencimento.

¹⁸⁸ BOTREL, Sérgio. **Fusões & Aquisições**. 5. ed. São Paulo: Saraiva Jur, 2017, p. 320.

bens forem dados em garantias, é recomendável que as partes estabeleçam uma espécie de escalonamento da liberação das garantias reais, considerando as disposições que fixam os valores das obrigações garantidas, bem como o prazo prescricional das contingências¹⁸⁹.

Quanto às garantias prestadas em favor do vendedor, poderá o terreno, benfeitorias, e maquinário incorporado ao solo, que forem de titularidade da empresa a ser adquirida, serem objeto de hipoteca, nos termos dos artigos 79 e 81 do Código Civil. O penhor também poderá recair sobre bens que estejam sujeitos à alienação, inclusive os direitos da parte que presta a garantia, conforme artigo 1.431 do Código Civil. Ainda, no contexto de garantia em favor do vendedor, os recebíveis da empresa-alvo também poderão ser penhorados, bem como as próprias ações ou quotas poderão ser objeto de compra e venda. Para prosseguir com a penhora dos recebíveis, deverão ser notificados os credores, nos termos do artigo 1.453 do Código Civil.

Por outro lado, o penhor das ações da empresa-alvo possui eficácia a partir do momento em que é feita a averbação do instrumento contratual no Livro de Registro de Ações Nominativas da empresa-alvo, com base no artigo 39 da Lei das Sociedades Anônimas (LSA), se a empresa-alvo for uma sociedade anônima. Caso a empresa a ser adquirida seja uma sociedade empresária limitada, deverá ser elaborado um instrumento particular de contrato de penhor de quotas em garantia, devendo o contrato ser levado a registro em Cartório de Títulos e Documentos, bem como é recomendável que se registre na respectiva Junta Comercial em que a sociedade esteja inscrita.

Ainda, é possível utilizar a fiança e o seguro de crédito nas operações, a fim de garantir o pagamento de eventuais indenizações, sendo, nesse caso, prestadas em favor do comprador, ou ainda, de modo a garantir o pagamento das parcelas vincendas em favor do vendedor, quando o preço de aquisição for parcelado ou quando o percentual retido em conta *escrow* for devidamente liberado ante o cumprimento das condições estabelecidas, conforme já discorrido anteriormente. A fiança será prestada por qualquer terceiro que possa arcar com eventuais despesas, inclusive pela empresa-alvo, quando a fiança for prestada em favor do vendedor¹⁹⁰.

¹⁸⁹ BOTREL, Sérgio. **Fusões & Aquisições**. 5. ed. São Paulo: Saraiva Jur, 2017, p. 321.

¹⁹⁰ BOTREL, Sérgio. **Fusões & Aquisições**. 5. ed. São Paulo: Saraiva Jur, 2017, p. 320.

Contudo, é usual que nas operações o afiançado exija que a garantia seja feita por uma instituição financeira (fiança bancária), sendo que tal modalidade possui preços mais elevados.

Por fim, é comum que sejam escolhidas algumas garantias fiduciárias, no âmbito da operação, como a alienação fiduciária em garantia, propriedade fiduciária e cessão fiduciária, para que sejam assegurados eventuais pagamentos decorrentes de inadimplementos e do dever de indenizar. Vale relembrar que na propriedade fiduciária há a transferência da propriedade do bem ao credor (fiduciário), em garantia a alguma obrigação, não obtendo a propriedade, mas somente a posse indireta do bem. O devedor (fiduciante) fica com a posse direta do bem. Quando a obrigação é cumprida, resolve-se a propriedade do credor em favor do devedor, sem necessidade de qualquer outro ato¹⁹¹.

A alienação fiduciária em garantia acaba sendo mais eficiente que o penhor e a hipoteca, visto que, não cumprida a obrigação garantida, sob as regras da propriedade fiduciária, fica o credor (proprietário fiduciário do bem) obrigado a vender, de forma judicial ou extrajudicial, o bem que foi dado em garantia, a aplicar o preço no pagamento de seu crédito e de despesas de cobrança e a entregar o saldo (o que sobejar), caso houver, ao devedor¹⁹².

3.4 Procedimento da indenização

Com o objetivo de otimizar o mecanismo da cláusula de indenização, a partir da identificação do dever de indenizar por qualquer das partes, o contrato da operação normalmente contempla a descrição do procedimento a ser realizado, quando constatada uma possível perda indenizável.

A perda indenizável sofrida por qualquer das partes não necessariamente ocorrerá no momento em que a parte possivelmente indenizável toma conhecimento acerca da perda. Como já visto no capítulo de quebra das declarações e garantias, é possível que o vendedor declare na cláusula que não exista qualquer passivo tributário, ambiental, trabalhista, dentre outras matérias. Contudo, após o fechamento, pode ser que acabe surgindo um processo contra a empresa-alvo não identificado em

¹⁹¹ GONÇALVES, Carlos Roberto. **Direito Civil Brasileiro: Direito das Coisas**. Volume V, 19. ed. São Paulo: Saraiva, 2024.

¹⁹² BOTREL, Sérgio. **Fusões & Aquisições**. 5. ed. São Paulo: Saraiva Jur, 2017, p. 324.

sede de *due diligence* e/ou não declarado pelo vendedor. Tal processo, que pode demorar para ter uma decisão, é uma perda potencial, visto que, se houver a condenação da empresa, será materializada, se tornando uma perda efetiva.

Ocorre que normalmente os contratos de operações de fusões e aquisições estabelecem que a indenização só poderá ser acionada quando a perda for de fato materializada, visto que o juiz poderá declarar a ação improcedente, e nada poderá ser reclamado¹⁹³. Assim, as partes definem que a parte possivelmente indenizável deverá notificar a parte possivelmente indenizadora acerca do evento sujeito à indenização (atos ou fatos que possam ser fato gerador do dever de indenizar). Os eventos sujeitos à indenização normalmente são eventos que ocorrem entre as partes, como a descoberta de divergências nos ativos declarados ou existência de dívidas a pagar não demonstradas durante a *due diligence*, gerando uma “demanda direta”; ou ainda, poderá ser um evento envolvendo terceiros, como processos judiciais, arbitrais ou administrativos, ocasionando em uma “demanda de terceiros”. Em ambas as demandas, o objeto da indenização é o mesmo (o que constitui uma perda indenizável).

Geralmente, o vendedor possui a prerrogativa de conduzir a defesa em reclamações de terceiros, visto que seria o maior interessado em garantir o melhor resultado possível na demanda, tomando as medidas necessárias cabíveis, como a contratação de bons advogados e adoção de boas teses, visando que as perdas indenizáveis sejam mitigadas de forma razoável¹⁹⁴.

Em procedimentos de demanda direta, quando a parte indenizável da compradora ou da vendedora vir a sofrer uma perda indenizável que não esteja relacionada a uma reclamação de terceiro, a parte indenizável deverá notificar a parte indenizadora, comunicando, de forma detalhada, a respeito da perda incorrida, bem como especificando sua causa e o valor. Se a parte indenizadora discordar da existência ou da extensão da perda indenizável, esta deverá apresentar uma contranotificação de discordância, em um prazo razoável a ser definido no contrato, fundamentando sua discordância.

¹⁹³ MUNIZ, Joaquim de Paiva. **Introdução às Operações de Compra e Venda de Participação Societária**: Manual de M&A. São Paulo: Quartier Latin, 2024. p. 101.

¹⁹⁴ RIBEIRO, João Ricardo de Azevedo; MACIEL, Cristina Rangel. **Indenização por perdas pós-fechamento em contratos de compra e venda de participação societária**. Disponível em: <https://www.thomsonreuters.com.br/content/dam/ewp-m/documents/brazil/pt/pdf/other/revista-de-direito-societario-e-m-a-vol-2.pdf>. Acesso em: 12 jul. 2024.

Caso a parte indenizadora não encaminhe a discordância de forma tempestiva, ou, ainda, conteste parcialmente o conteúdo da notificação da parte indenizável, a parcela da perda não contestada será devida parte indenizável. Contudo, caso a parte indenizadora conteste tempestivamente e totalmente a eventual perda, as partes deverão, observando o princípio da boa-fé objetiva, discutir de forma amigável o conteúdo da notificação, visando chegar a um acordo com relação à indenização devida. Usualmente, caso as partes não cheguem a um acordo, a questão é resolvida através do procedimento arbitral, nos termos estabelecidos no contrato, como uma propositura de ação de cobrança pela parte indenizável em desfavor da parte indenizadora.

Com relação aos eventos sujeitos à indenização reclamados por terceiros, há uma complexidade maior, visto que deverá ser regulada a maneira da defesa de eventual demanda acionada por esse terceiro¹⁹⁵, tendo em vista que, normalmente, a demanda é ajuizada em face da empresa-alvo. A parte indenizável deverá notificar a parte indenizadora, normalmente em um prazo mais exíguo do que aquele estabelecido nas demandas diretas, contando do recebimento da intimação administrativa, judicial ou extrajudicial relativas à reclamação do terceiro, para que a parte indenizadora tome ciência da reclamação e das perdas indenizáveis envolvidas. Usualmente, a parte notificada (indenizadora) é intimada a conduzir a defesa da reclamação, às suas próprias custas e devendo manter a parte indenizável informada acerca do andamento da demanda¹⁹⁶. Assim, a parte indenizadora, em prazo fixado, notificará a parte indenizável, informado se pagará os valores devidos em sede da reclamação de terceiro ou se discutirá o objeto da reclamação pela via administrativa, arbitral, extrajudicial ou judicial.

Comumente a parte indenizadora é o vendedor. Assim, seu receio é de que as demandas que envolvem terceiros não sejam legítimas, que a contestação da empresa-alvo não seja feita com o devido cuidado, ou, ainda, que acordos sejam realizados sem a sua anuência, visto que, caso for executado o cumprimento, este recairá sobre o vendedor¹⁹⁷. Assim, o vendedor acaba sugerindo que as demandas

¹⁹⁵ MUNIZ, Joaquim de Paiva. **Introdução às Operações de Compra e Venda de Participação Societária**: Manual de M&A. São Paulo: Quartier Latin, 2024, p. 102.

¹⁹⁶ MUNIZ, Joaquim de Paiva. **Introdução às Operações de Compra e Venda de Participação Societária**: Manual de M&A. São Paulo: Quartier Latin, 2024, p. 102.

¹⁹⁷ BOTREL, Sérgio. **Fusões & Aquisições**. 5. ed. São Paulo: Saraiva Jur, 2017, p. 316.

reclamadas por terceiros sejam de sua responsabilidade, para a condução da defesa, recebendo procuração da empresa-alvo.

Contudo, o comprador pode não querer em que a empresa-alvo (demandada) ofereça qualquer resistência, arguindo que a demanda poderá prejudicar a boa imagem da empresa. Nesse sentido, Sérgio Botrel¹⁹⁸ estabelece três premissas com relação à demanda de terceiros. A primeira seria de que a defesa da empresa-alvo deve ficar sob a responsabilidade do comprador; a segunda, diz respeito ao direito do vendedor se notificado, em tempo razoável, quanto às demandas invocadas por terceiros que dizem respeito a fatos sob sua responsabilidade, sendo possível sua intervenção no processo na posição de assistente, sem a impugnação da empresa-alvo e, por fim, a terceira premissa estabelece que a celebração de acordos ou o reconhecimento do pedido da sociedade somente poderão ser feitos com a anuência do vendedor.

Ainda, também é normalmente estabelecido que, caso o comprador ou suas partes indenizáveis eventualmente sejam incluídas no polo passivo de uma demanda (independente da natureza), que seja inequivocamente uma obrigação de indenizar do vendedor, bem como possa gerar uma perda indenizável, a vendedora deverá tomar todas as medidas possíveis para providenciar a exclusão do comprador da demanda, independentemente de o comprador notificar o vendedor acerca da demanda.

Se a parte indenizadora não se manifestar com relação às notificações, bem como não apresentar qualquer defesa e efetuar qualquer pagamento, é possível que a parte indenizável assumira a defesa da reclamação de terceiro, devendo notificar a parte indenizadora do seu interesse de conduzir a demanda, estabelecendo que a parte indenizadora arque com todos os custos ou despesas necessárias relativas à condução da defesa, bem como irá cooperar com a defesa, na medida em que for solicitada, devendo inclusive outorgar procurações e fornecer demais documentos que sejam necessários para a desenvoltura da defesa. É possível estabelecer parâmetros para limitar as despesas sofridas, por meio de uma definição prévia de lista de assessores que possam ser contratados, a utilização da “razoabilidade” e a exigência de que os custos da demanda devem ser efetivos, comprados e realmente

¹⁹⁸ *Ibidem*. p. 316.

necessários para a condução da defesa, precisando estar de acordo com os custos do mercado, conforme situações parecidas.¹⁹⁹

Ademais, estabelece-se que o oferecimento de bens e garantias, prestação de depósitos judiciais ou cauções serão de responsabilidade da parte indenizadora, para a devida condução de defesa contra a reclamação de terceiro (inclusive honorários advocatícios, ônus de sucumbência e depósitos administrativos ou judiciais inerentes à garantia de instâncias administrativa ou judicial, taxas processuais e de publicação e demais desembolsos necessários).

Importante, ainda, deixar claro no contrato se a parte que assumiu a defesa da demanda de terceiro poderá celebrar acordo, bem como detalhar qual o procedimento necessário para se decidir determinadas questões processuais, como a interposição de recursos especial e extraordinário. Nesse sentido, deverá haver ressalvas para que os acordos estejam relacionados apenas à reparação financeira e não implique denúncia espontânea, reconhecimento de culpa ou de prática de qualquer ato ilícito, bem como não acarrete a assunção pela empresa-alvo de qualquer obrigação diversa da de indenizar pecuniariamente o terceiro e não gere qualquer prejuízo aos negócios ou à reputação da parte indenizada.

Todavia, com relação aos tributos envolvidos na transferência de eventual indenização, é possível estabelecer uma cláusula de *gross up*, termo que significa “embutir os impostos”, determinando que a obrigação de indenizar abrangerá todos os tributos e outros encargos incorridos pela parte indenizável em virtude do recebimento da indenização. Assim, a parte indenizadora deve realizar um aumento do valor (*gross up*), a ser pago a título de indenização, de modo que a parte indenizável seja recomposta ao *status quo*, ou seja, à situação que estaria caso não tivesse incorrido na respectiva perda sofrida.

Por fim, vale ressaltar que quando a operação estabelecer o pagamento diferido (em parcelas) do preço de aquisição, é recomendável a inserção de cláusula contratual que defina como prosseguir com relação ao pagamento das parcelas vincendas, na hipótese de sobrevir uma reclamação de terceiros em face da empresa-alvo, decorrente de fatos gerados durante a gestão do vendedor. Desse modo, como

¹⁹⁹ RIBEIRO, João Ricardo de Azevedo; MACIEL, Cristina Rangel. **Indenização por perdas pós-fechamento em contratos de compra e venda de participação societária**. Disponível em: <https://www.thomsonreuters.com.br/content/dam/ewp-m/documents/brazil/pt/pdf/other/revista-de-direito-societario-e-m-a-vol-2.pdf>. Acesso em: 12 de julho de 2024.

já visto anteriormente neste trabalho, é possível estabelecer mecanismos de garantias que envolvam o preço da operação. Em tais circunstâncias, é possível estabelecer disciplinar a retenção das parcelas vincendas (mecanismo de *hold-back*), no valor proporcional ao valor da causa reivindicada pelo terceiro), ou, ainda o depósito do valor (desde que condizente com o preço de aquisição) em uma conta vinculada não movimentável (*escrow account*), até que haja uma decisão definitiva sobre a demanda.

4 CONCLUSÃO

Ao longo deste trabalho, foram analisados em profundidade os aspectos essenciais do dever de indenizar e sua aplicação específica nos contratos de fusões e aquisições (M&A), com um foco particular na responsabilidade civil contratual e nas cláusulas de indenização como mecanismos de alocação de riscos entre as partes envolvidas. Observou-se que o dever de indenizar constitui um princípio fundamental para assegurar o equilíbrio contratual em operações de M&A, servindo como uma ferramenta crucial para a proteção dos direitos dos envolvidos em caso de descumprimento das obrigações pactuadas entre comprador e vendedor.

A pesquisa evidenciou a relevância das cláusulas de indenização nos contratos de fusões e aquisições do Brasil, destacando que essas cláusulas têm se mostrado instrumentos eficazes na definição dos danos a serem reparados e na limitação de responsabilidades, alinhando-se aos princípios gerais do direito civil brasileiro. Foi dada especial atenção aos limites estabelecidos nessas cláusulas e à sua validade dentro do ordenamento jurídico nacional, que aceita a limitação de responsabilidade desde que respeitados os direitos fundamentais e a boa-fé objetiva. Nesse sentido, os temas foram abordados com base em opiniões diversificadas da doutrina, abrangendo tanto as perspectivas minoritárias quanto as majoritárias.

Além disso, foram examinados os remédios extracontratuais que podem ser acionados para eventuais descumprimentos obrigacionais. O estudo também incluiu discussões sobre aspectos críticos relacionados às transações, como a quebra de declarações e garantias, a boa-fé objetiva e o dever de informar. Ainda, se explorou a cláusula de *sandbagging*, que apresenta peculiaridades significativas no contexto de fusões e aquisições.

Por fim, analisou-se o procedimento de indenização e as garantias envolvidas, destacando as diferentes espécies de garantias que podem ser exigidas para assegurar o cumprimento das indenizações devidas. Diante do exposto, conclui-se que a correta elaboração e negociação das cláusulas de indenização são fundamentais para mitigar riscos e proporcionar maior segurança jurídica nos contratos de fusões e aquisições. O estudo desses mecanismos, aliado a uma estrutura bem elaborada das cláusulas de indenização — que deve estar interligada com todas as demais cláusulas do contrato — permite uma melhor alocação de

responsabilidades pelas partes envolvidas, evitando conflitos futuros e promovendo a estabilidade nas relações comerciais.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AGUIAR JR., Ruy Rosado. **Extinção do contrato por incumprimento do devedor**. De acordo com o novo Código Civil. 2. ed. Rio de Janeiro: Aide, 2004.

ALVIM, Agostinho. **Da inexecução das obrigações e suas consequências**. São Paulo: Saraiva, 1980, 5. ed. p. 175.

AMERICAN BAR ASSOCIATION. **Model stock purchase agreement with commentary**. v. I. 2. ed. Chicago: American Bar Association, 2010.

ASSIS, Araken de. Liquidação do dano. **Revista dos Tribunais n.º 759/1999**, São Paulo: Revista dos Tribunais, 1999.

AVELAR, Letícia. **A cláusula de não indenizar**: uma releitura do instituto à luz do atual código civil brasileiro. Dissertação (Mestrado em Direito Civil). Programa de Pós-Graduação em Direito, Universidade De São Paulo, São Paulo, 2011 p. 43.

AZEVEDO, Antônio Junqueira de. Cláusula Cruzada de Não Indenizar (*Cross-Waiver of Liability*), ou Cláusula de Não Indenizar com Eficácia para Ambos os Contratantes – Renúncia ao Direito de Indenização – Promessa de Fato de Terceiro – Estipulação em Favor de Terceiro. *In: Revista dos Tribunais*, ano 88, vol. 769.

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

BERGER, Renato. **Temas complexos de direito empresarial**: resolução de questões concretas. 1. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019.

BOTREL, Sérgio. **Fusões & Aquisições**. 5. ed. São Paulo: Saraiva Jur, 2017.

BRASIL. [Constituição (1988)]. **Constituição da República Federativa do Brasil**. Brasília, DF: Senado Federal, 1988.

_____. **Lei n.º 8.078 de 11 de setembro de 1990 (Código de Defesa do Consumidor)**. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l8078compilado.htm

_____. **Lei n.º 10.406 de 10 de janeiro de 2002 (Código Civil Brasileiro)**. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/l10406compilada.htm?ref=blog.suitebras.com

_____. **Lei n.º 13.105 de 16 de março de 2015 (Código de Processo Civil Brasileiro)**. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2015/lei/l13105.htm

_____. Superior Tribunal de Justiça. Súmula 227. **A pessoa jurídica pode sofrer dano moral**. Diário de Justiça. Brasília, DF: STJ, 1999. Disponível em: https://www.stj.jus.br/docs_internet/revista/eletronica/stj-revista-sumulas-2011_17_capSumula227.pdf. Acesso em: 04 de junho de 2024.

BRANCO, Gerson Luiz Carlos. Comentário ao Artigo 421 do Código Civil: a Função Social do Contrato na Lei de Liberdade Econômica. *In*: Judith Martins Costa e Guilherme Carneiro Monteiro Nitschke (coord.). **Direito Privado Na Lei de Liberdade Econômica** - Comentários. São Paulo: Almedina, 2022.

BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. **Compra e venda de Participações Societários de Controle**. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

CAMPOY, Miguel Angel Albaladejo. Compraventa de Empresas: Responsabilidad del vendedor. *In*: **Colégio Jurídico**. p. 3. Disponível em: http://colegio.juridico.ie.edu/comunidad/WF_comunidad_opinion.aspx?id=109. Acesso em: 01 de maio de 2024.

CARVALHO, Bruno Caetani e ZANINI, Carlos Klein. A *Due Diligence* e os Deveres Fiduciários em Operações de M&A de Companhias Abertas. *In*: **Fusões e Aquisições (M&A)**. São Paulo: Quartir Latin, 2022.

CARVALHO, Rafael Villac Vicente de. Da Cláusula Limitadora de Indenização em Contratos de M&A". *In*: Marcelo Vieira von Adamek e Rafael Setoguti J. Pereira (coord.). **Fusões e Aquisições (M&A)**. São Paulo: Quartier Latin, 2022.

CAVALIERI FILHO, Sérgio. **Programa de Reponsabilidade Civil**. 12. ed. rev. ampl. São Paulo: Atlas, 2015.

_____. **Revista da EMERJ**, v. 6, n. 24, 2003. Disponível em: https://www.emerj.tjrj.jus.br/revistaemerj_online/edicoes/revista24/revista24_31.pdf. Acesso em: 16 abr. 2024.

CITOLINO, Carolina Bosso. **Indenização pelo descumprimento da cláusula de declarações e garantias no Brasil**. Dissertação. (Pós-Graduação *Lato Sensu* em Direito) – Programa de Pós-Graduação em Direito, Insper – Instituto de Ensino e Pesquisa, São Paulo, 2013.

COMPARATO, Fabio Konder. **Ensaio de Direito Empresarial**. Rio de Janeiro: Forense, 1978.

COMPARATO, Fabio Konder e SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 6. edição, Rio de Janeiro: Forense, 2014.

CRAWFORD, Dewey B. O Acordo de Aquisição. *In*: KEY, Stephen L. **Guia da Ernst & Young para administração de fusões e aquisições**. Rio de Janeiro: Record, 1995.

DEPAMPHILIS, Donald M. **Mergers, acquisitions, and other restructuring activities: an integrated approach to process, tools, cases, and solutions**. EUA: Elsevier.

DINIZ, Maria Helena. **Curso de Direito civil brasileiro**. São Paulo: Saraiva, 1990.

EIZIRIK, Nelson. **M&A: Regime societário e contratual**. 1. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2024.

FARIAS, Cristiano Chaves; ROSENVALD, Nelson. **Curso de direito civil: contratos I**. 11. ed. Salvador: Editora JusPodivm, 2017.

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

FERRO, Marcelo Roberto e SOUZA, Antonio Pedro Garcia de Souza. O Desenho Contratual nas Fusões e Aquisições e as Disputas Após o Fechamento: Limitações à Luz do Direito Brasileiro: *In*: ADAMEK, Marcelo Vieira von e PEREIRA, Rafael Setoguti Julio (coord.). **Fusões e Aquisições (M&A)**. São Paulo: Quartier Latin, 2022.

FRADERA, Vera Jacob de. Informar ou não informar nos contratos, eis a questão! *In*: FRADERA, Vera Jacob de; MARTINS-COSTA, Judith (org.). **Estudos de direito privado e processo civil: em homenagem a Clóvis do Couto e Silva**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2014.

FREUND, James C. **Anatomy of a merger: strategies and technique for negotiating corporate acquisitions**; New York: Law Journal Press, 1975.

GONÇALVES, Carlos Roberto. **Direito Civil Brasileiro: Direito das Coisas**. Volume V, 19. ed. São Paulo: Saraiva, 2024.

GONÇALVES, Carlos Roberto. **Direito Civil Brasileiro: contratos e atos unilaterais**. 14. ed. São Paulo: Saraiva, 2017.

GORESCU, Carla Pavesi. **Delimitação da Indenização em Operações de Fusões e Aquisições no Brasil**. São Paulo: Ed. Almedina. 2020.

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

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

KALANSKY, Daniel e BIONDI SANCHEZ, Rafael. “*Sandbagging Clauses* nas Operações de Fusões e Aquisições (M&A)”. *In*: Henrique Barbosa e Sérgio Botrel (coord.). **Novos temas de Direito e Corporate Finance**. São Paulo: Quartier Latin, 2019.

LONGA, Daniel Pinheiro. **Da indenização como remédio exclusivo nos contratos de compra e venda de participações societárias**. Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2020.

MARINO, Francisco Paulo de Crescenzo. Perdas e danos. *In*: LOTUFO, Renan e NANNI, Giovanni Ettore (coord.). **Obrigações**. São Paulo: Atlas, 2011.

MARMITT, Arnaldo. **Perdas e danos**. Rio de Janeiro: Aide, 1987, p. 9.

MARTINS-COSTA, Fernanda M. Ensaio sobre o descumprimento de cláusulas de declarações e garantias em alienações de participações societárias com fechamento diferido. *In*: Aline de Miranda Valverde Terra; Gisela Sampaio da Cruz Guedes. (org.). **Inexecução das obrigações**. 1. ed. Rio de Janeiro: Editora Processo, 2020, v. I.

MARTINS-COSTA, Judith. **A boa-fé no direito privado: critérios para a sua aplicação**. São Paulo: Marcial Pons, 2015.

_____. **Comentários ao Novo Código Civil: Do Inadimplemento das Obrigações**, arts. 389 a 420, Volume V, Tomo II. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009.

MEDEIROS, Mariana Mendes; BAPTISTA, Luiz Olavo. **Cláusulas de declarações e garantias: nos contratos internacionais de aquisição de empresas ou ativos**. Universidade de São Paulo, São Paulo, 2006.

MENEZES CORDEIRO, António Manuel da Rocha e. **Tratado de direito civil português – parte geral (Tomo I)**. 2.ed. Coimbra: Almedina, 2000.

MIRAGEM, Bruno. **Responsabilidade Civil**. 1. ed. São Paulo: Saraiva, 2015. p. 92.

MULHOLLAND, Caitlin. **As cláusulas de declarações e garantias e a aplicação do princípio da boa-fé objetiva nos contratos societários**.

MUNIZ, Joaquim de Paiva. **Introdução às Operações de Compra e Venda de Participação Societária: Manual de M&A**. São Paulo: Quartier Latin, 2024.

NANNI, Giovanni Ettore. A Fixação do Dano na Jurisprudência Arbitral. **Revista Brasileira de Arbitragem**, Comitê Brasileiro de Arbitragem CBAr & IOB, volume IX, nº 36, 2012, pp. 7 – 26. Acesso online pelo Kluwer Arbitration, 4 jun. 2024.

NORONHA, Fernando. **Direito das obrigações**. 3. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2010, p. 699-701.

OLIVEIRA, Caio Raphael Marotti de. **A cláusula pro-sandbagging (conhecimento prévio) em contratos de alienação de participação acionária**. 2020. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2020.

PARGENDLER, Mariana e PORTUGAL GOUVÊA, Carlos. As Diferenças entre Declarações e Garantias e os Efeitos do Conhecimento do Adquirente (*Sandbagging*). 6 ago. 2020. **FGV Direito SP Research Paper Series** n. Forthcoming. Disponível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3668391>.

PERLMAN, Marcelo; PEREIRA, Rafael Setoguti. **A cláusula de indenização nos contratos de M&A como mecanismo de alocação de riscos**. Disponível em:

<https://www.migalhas.com.br/depeso/332311/a-clausula-deindenizacao-nos-contratos-de-m-a-como-mecanismo-de-alocacao-de-riscos>. Acesso em: 18 abr. 2024.

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

PIVA, Luciano Zordan. **O Earn-Out na Compra e Venda de Empresas**. São Paulo: Quartier Latin, 2019.

RIBEIRO, João Ricardo de Azevedo; MACIEL, Cristina Rangel. **Indenização por perdas pós-fechamento em contratos de compra e venda de participação societária**. Disponível em: <https://www.thomsonreuters.com.br/content/dam/ewp-m/documents/brazil/pt/pdf/other/revista-de-direito-societario-e-m-a-vol-2.pdf>. Acesso em: 12 jul. 2024.

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

SAVI, Sérgio. **Responsabilidade civil por perda de uma chance**. São Paulo: Atlas, 2006.

SEQUERRA, Natalie. A cláusula de indenização como mecanismo de alocação de risco. In: SUSSEKIND, Carolina S.; FREITAS, Fernanda; CAVALCANTI, Flávia (coord.). **Fusões e Aquisições em Foco: Uma Abordagem Multidisciplinar**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2020.

SESTER, Peter. **Business and Investment in Brazil**. New York: Oxford University Press, 2022.

SHADDEN, Stacey. **How to sandbag your opponent in the unsuspecting word of high stakes acquisitions**. *Cheigton Law Review*, v. 47, 2014.

SILVA, Eva Sónia Moreira da. **Da responsabilidade pré-contratual por violação dos deveres de informação**. Coimbra: Almedina, 2006.

THEODORO JÚNIOR, Humberto. Livro III: dos fatos jurídicos: do negócio jurídico. In: TEIXEIRA, Sálvio de Figueiredo (coord.). **Comentários ao novo Código Civil**. 4. ed. Rio de Janeiro: Ed. Forense, 2006. v. 3. t. 1.

TONIN MORAIS, Ricardo. **Efeitos do conhecimento para fins de indenização em contratos de alienação de participações societárias no Brasil: uma análise da regulação contratual do sandbagging**. São Paulo: 2022, p. 88. Disponível em: <https://repositorio.fgv.br/items/e76fb457-54a1-49fc-8436-3d2253d1d2d4>. Acesso em: 28 mai. 2024.

TRINDADE, Marcelo. *Sandbagging* e as Falsas Declarações em Aliações Empresariais. In: **Direito Societário, Mercado de Capitais, Arbitragem e Outros Temas: Homenagem a Nelson Eizirik** – Volume III. São Paulo: Quartier Latin, 2020.

WEST, Glenn D.; LEWIS, W. Benton. **Contracting to Avoid Extra-Contractual Liability** – Can Your Contractual Deal Ever Really Be the “Entire” Deal? *The Business Lawyer*, v. 64, p. 999-1038, aug. 2009.