



# Revista de Direito Mercantil

industrial, econômico e financeiro



Edição Especial – M&A

Vol. nº182/183, ago. 2021/jul. 2022

# RDM 182/183

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

ISBN 978-65-6006-071-5

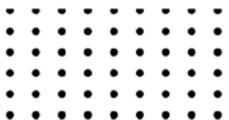


9 786560 060715 >

**IDGLOBAL**  
Instituto de Direito Global

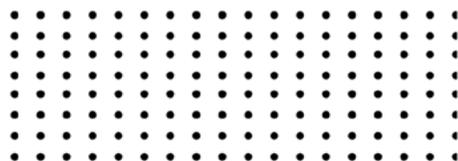
**rdm**  
revista de direito mercantil

**EXPERT**  
EDITORA DIGITAL



# Revista de Direito Mercantil

industrial, econômico e financeiro



**Edição Especial – M&A**

Vol. nº182/183, ago. 2021/jul. 2022

**REVISTA DE DIREITO MERCANTIL**  
**industrial, econômicoe financeiro**  
**182/183**

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

Ano LX (Nova Série)  
Agosto 2021/Julho 2022

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

**FUNDADORES:**

**1 a FASE:** WALDEMAR FERREIRA

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

**CONSELHO EDITORIAL:**

Alexandre Soveral Martins

Carlos Klein Zanini

Jorge Manuel Coutinho de Abreu

Judith Martins-Costa

Paulo de Tarso Domingues

Rui Pereira Dias

Ana de Oliveira Frazão

Gustavo José Mendes Tepedino

José Augusto Engrácia Antunes

Luís Miguel Pestana de Vasconcelos

Ricardo Oliveira Garcia

Sérgio Campinho

**COMITÊ DE REDAÇÃO:**

Antonio Martín

Calixto Salomão Filho

Eduardo Secchi Munhoz

Francisco Satiro De Souza Junior

José Alexandre Tavares Guerreiro

Juliana Krueger Pela

Mauro Rodrigues Penteado

Marcos Paulo De Almeida Salles

Newton de Lucca

Paulo Fernando Campos Salles De Toledo

Priscila Maria Pereira Corrêa Da Fonseca

Balmes Vega Garcia

Carlos Pagano Botana Portugal Gouvêa

Erasmus Valladão Azevedo E Novaes  
França

Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa

José Marcelo Martins Proença

Luiz Gastão Paes de Barros Leães

Manoel De Queiroz Pereira Calças

Marcelo Vieira Von Adamek

Paula Andréa Forgioni

Paulo Frontini

Rachel Sztajn

Roberto Augusto Castellanos Pfeiffer  
Sheila Christina Neder Cerezetti

Rodrigo Octávio Broglia Mendes  
Vinícius Marques De Carvalho

### **COORDENADORES ASSISTENTES DE EDIÇÃO:**

Matheus Chebli De Abreu

Michelle Baruhm Diegues

### **ASSESSORIA DE EDIÇÃO DISCENTE:**

Beatriz Leal de Araújo Barbosa da Silva

Daniel Fermann

Heloisa de Sena Muniz Campos

Lara Aboud

Larissa Fonseca Maciel

Luma Luz

Maria Eduarda da Matta Ribeiro Lessa

Mateus Rodrigues Batista

Rafaela Vidal Codogno

Victoria Rocha Pereira

Virgílio Maffini Gomes

### **REVISTA DE DIREITO MERCANTIL**

Publicação semestral da Editora Expert LTDA

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

Diretores: Luciana de Castro Bastos, Daniel Carvalho

**Direção Executiva:** Luciana de Castro Bastos

**Direção Editorial:** Daniel Carvalho

**Diagramação e Capa:** Editora Expert

**Revisão:** Do Autor

A regra ortográfica usada foi prerrogativa do autor.



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

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

**ISBN:** 978-65-6006-071-5

Publicado Pela Editora Expert, Belo Horizonte, Abril de 2024

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

**Pedidos dessa obra:**

[experteditora.com.br](http://experteditora.com.br)

[contato@editoraexpert.com.br](mailto:contato@editoraexpert.com.br)



**EXPERT**  
EDITORA DIGITAL



## **AUTORES**

### **Daniel Pereira Campos**

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

### **Rafael Cimatti Elias**

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

### **Ricardo Villela Mafra Alves da Silva**

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

### **João Paulo Braune Guerra**

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

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

### **Fabiana Pereira Velloso**

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

### **Natália Villas Bôas Zanelatto**

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

### **Renan Varollo Perlati**

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

### **Alexandre Ginzel**

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

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

### **Caio Henrique Carvalho de Siqueira Lima**

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

### **Gustavo Ferreira de Campos**

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

### **Camila Vallim Almirall**

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

### **Manoela Bruno Morales Naquis**

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

### **Gabriela Moreira Cicillini**

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

### **Ernesto Luís Silva Vaz**

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

## SUMÁRIO

Partes em contexto: a importância hermenêutica das partes nas opções de compra e venda de participações societárias .....15

*Daniel Pereira Campos, Rafael Cimatti Elias*

Cláusula de indenização e equilíbrio contratual na compra e venda de participação societária de controle .....53

*Ricardo Villela Mafra Alves da Silva*

Das SPACS à brasileira às SPACS brasileiras: uma análise da possível governança corporativa pós-aquisição .....89

*João Paulo Braune Guerra*

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

*Fabiana Pereira Velloso*

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

*Natália Villas Bôas Zanelatto*

As cláusulas de remédio único e o dolo no direito brasileiro .....159

*Renan Varollo Perlati*

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

*Alexandre Ginzal*

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

*Caio Henrique Carvalho de Siqueira Lima*

As fusões e aquisições no sistema financeiro nacional em resposta às falhas de mercado e a transferência qualificada de controle acionário no direito bancário brasileiro .....281

*Gustavo Ferreira de Campos*

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

*Camila Vallim Almirall*

*Special purpose acquisition company (SPAC)*: origem, principais controvérsias e perspectivas de regulação no Brasil .....327

*Manoela Bruno Morales Naquis*

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

*Gabriela Moreira Cicillini*

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

*Ernesto Luis Silva Vaz*

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

*Daniel Pereira Campos (FGV, São Paulo)*

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

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

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

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

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

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

## 1. INTRODUÇÃO

Este trabalho pretende analisar a importância hermenêutica das partes nas opções de compra e venda<sup>1</sup> de participações societárias<sup>2</sup>, a partir de dois problemas práticos relacionados à fixação do preço da opção e do seu prazo de exercício.

A perplexidade que motiva este trabalho decorre da complexidade contratual e negocial do mercado de fusões e aquisições de empresas<sup>3</sup>. Não há, naturalmente, novidade alguma nesta constatação. Por outro

---

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

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

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

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

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

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

---

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

## 2. OPÇÕES DE COMPRA E VENDA

### 2.1. DEFINIÇÃO E CONCEITO

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

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

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

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

---

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

---

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

## 2.2. FUNÇÕES ECONÔMICAS

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

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

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

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

Outra função diz respeito à previsão contratual de resolução de impasses societários. Nesse caso, o estabelecimento de opções de compra e venda permite criação de mecanismo de resolução de impasse entre sócios, por meio da compra de participações societárias da outra parte – resolvendo-se o impasse com a própria impossibilidade de existência de conflito presente ou futuro<sup>6</sup>. Por exemplo, uma *joint venture* com dois sócios que administram conjuntamente uma determinada empresa e estabelecem, geralmente no mesmo instrumento contratual de um acordo de acionistas, opções de compra e venda em caso de impasse na condução do negócio, como ilustrado na cláusula de “Opções em caso de Impasse” indicada na Item 2.1 acima.

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

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

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

---

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

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

### 2.3. NATUREZA JURÍDICA E DELIMITAÇÃO

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

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

---

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

observa, a corrente que nega o caráter contratual encontra obstáculos dogmáticos significativos no direito brasileiro<sup>8</sup>.

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

Há, ainda, linha dogmática que caracteriza a opção de compra e venda como um contrato de compra e venda sujeito à condição suspensiva. Entretanto, parece-nos que o principal obstáculo teórico dessa corrente reside na impossibilidade de atribuir a um elemento particular do negócio jurídico (no caso, a existência de condição suspensiva) um caráter dominante da determinação da natureza do negócio subjacente, especialmente considerando o conteúdo obrigacional distinto entre uma opção e um contrato de compra e venda em si<sup>10</sup>.

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

---

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

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

10 Ibid.

recentes de Iglesias e Ferreira<sup>11</sup>. Ainda que se aponte que não haveria uma característica central que permita o afastamento de outros tipos contratuais, o fato é que o contrato de opção tem como seu núcleo central o exercício de um direito gerador enquanto um elemento de formação do contrato de compra e venda optativo, justificando sua natureza *sui generis*<sup>12</sup>.

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

Assim, sob o risco de apontar o óbvio, o *nomen iuris* não é determinante para fins da caracterização da natureza e da aplicação do regime jurídico, sendo necessária a investigação dos elementos essenciais do negócio e de sua pactuação entre as partes<sup>13</sup>. De qualquer modo, em se tratando de contratos com os elementos ora delineados, parece-nos adequado apontar que essa corrente tem se tornado majoritária, auxiliando no afastamento de diversos regimes inaplicáveis e no enquadramento no âmbito das limitações contratuais.

Conseqüentemente, a identificação dos contratos de opção de compra e venda como contratos atípicos implica que o regime jurídico contratual seja criado com maior liberdade pelas partes<sup>14</sup>, conforme

---

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

12 Ibid.

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

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

artigo 425 do Código Civil, observando-se os princípios gerais de Direito Civil e de Direito Contratual. Desse modo, o papel das partes na formação, execução e interpretação do contrato é ainda mais relevante se comparado com situações contratuais típicas nas quais o regime aplicável tem seus contornos definidos por uma quantidade maior de normas cogentes definidas pela legislação civil<sup>15</sup>.

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

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

### **3. INTERPRETAÇÃO CONTRATUAL E OPÇÕES DE COMPRA E VENDA**

#### **3.1. INTERPRETAÇÃO CONTRATUAL NO CONTEXTO EMPRESARIAL**

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

---

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

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

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

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

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

---

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

probo”<sup>17</sup>), nas circunstâncias normais do negócio, compreenderia determinada previsão contratual.

Já que se refere aos modos de se interpretar um contrato, pode-se destacar dois métodos de interpretação distintos, comumente identificados pela doutrina e que se conectam com o disposto nos artigos 112 e 113, quais sejam: os métodos subjetivo e objetivo<sup>18</sup>.

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

Ademais, o intérprete deve remeter-se às próprias cláusulas de interpretação que constem do contrato (conforme, inclusive, previsto art. 113, §2º do Código Civil), que podem, sobretudo em contratos entre partes bem assessoradas, dispor um critério interpretativo próprio para determinadas obrigações previstas<sup>19</sup>. Entretanto, o recurso ao contrato pode não ser por si só suficiente ou adequado, implicando na

---

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

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

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

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

O método objetivo, por outro lado, busca integrar o contrato diante de uma lacuna que impossibilita a apreensão das declarações das partes<sup>20</sup>. Nestas situações, o intérprete, considerando os ditames legais, deve complementar o contrato, que sem sua interpretação não poderia de fato produzir os efeitos pretendidos. Ao contrário da interpretação subjetiva, em que se pressupõe que as partes “se expressaram mal”, mas de fato *declararam*, no método objetivo, pode-se dizer que há uma interpretação complementar ou criativa<sup>21</sup>. Nesse sentido, em se tratando de uma interpretação que busca complementar a declaração das partes, o uso de critérios e parâmetros objetivos se torna ainda mais relevante para fins interpretativos<sup>22</sup>.

Portanto, ao utilizar tais métodos, o intérprete deve buscar a intenção comum (uma vez que o contrato continua sendo um produto da declaração dos contratantes<sup>23</sup>), mas também é necessário considerar outros critérios, como a boa-fé, os usos e as práticas, quando a elucidação da vontade comum não pode ser alcançada pelo método subjetivo. Assim, esses ditames, ainda que reconhecidamente gerais e abertos, são relevantes como balizas para interpretação de contrato.

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

---

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

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

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

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

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

Nesse sentido, a interpretação de um contrato, especialmente um contrato empresarial, não deve envolver apenas os textos, mas também fatos, condutas, omissões e intenções envolvidos, por meio de um exame articulado de texto, contexto e regra<sup>24</sup>. Com efeito, ainda que se reconheça que a Lei da Liberdade Econômica, nos dispositivos referentes à interpretação do negócio jurídico, tenha pecado em matéria de técnica legislativa<sup>25</sup> e tenha oferecido contribuições modestas à hermenêutica<sup>26</sup>, é preciso considerar o texto previsto em lei, que reforça o valor *prático* da interpretação<sup>27-28</sup>, como se pretende explorar neste trabalho, com foco nas partes.

### 3.2 A IMPORTÂNCIA HERMENÊUTICA DAS PARTES

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

---

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

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

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

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

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

De pronto, vale apontar que o objetivo não é negar ou contrapor o valor hermenêutico dos usos ordinários em determinado mercado (que possuem força normativa no direito brasileiro), mas tão somente demonstrar em um grau analítico adicional que, embora as partes estejam inseridas em mercado, elas também ocupam papéis e funções específicas dentro desse contexto, com usos particulares que interagem e se relacionam com os usos comerciais<sup>29</sup>. Essa interação é especialmente relevante na interpretação de contratos empresariais<sup>30</sup>.

Nesse sentido, os usos mercantis influenciam as práticas e a rede contratual utilizadas pelas partes para estruturação do negócio, mas servem também para criar estruturas negociais específicas para determinada funcionalidade econômica, adentrando na particularidade do negócio<sup>31</sup>. Trata-se, portanto, de verificar de modo prático usos e práticas que acompanham determinadas partes que

---

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

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

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

tipicamente celebram contratos de opção de compra e venda de participações societárias<sup>32</sup>.

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

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

---

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Tal regra decorre, com efeito, dos requisitos do contrato de sociedade (cf. art. 981 do Código Civil), pelo qual se obriga à contribuição para partilha dos resultados – sejam eles lucros ou prejuízos. Trata-se de norma que possui escopo amplo, buscando assim abarcar as múltiplas situações em que se estabelece uma pactuação que, independentemente do meio, exclua o sócio dos prejuízos ou dos lucros resultantes da sociedade<sup>34</sup>. Nesse sentido, cabe ao intérprete confrontar a disposição contratual com os termos da legislação brasileira sobre vedação do pacto leonino, conforme prevista no art. 1.008 do Código Civil.

De início, ressalta-se que há vasta produção acadêmica sobre a extensão da vedação à pactuação leonina, debate que foge ao escopo do trabalho<sup>35</sup>. É fundamental, contudo, registrar o caráter flexível e prático da vedação, que não se presta a estabelecer uma restrição absoluta e estanque, mas sim eminentemente prática e negocial. Desse modo, o recurso à interpretação da pactuação específica se faz essencial para eventual configuração do pacto leonino.

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

---

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

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

de resultados<sup>36</sup>. Com efeito, em estudo sobre o tema, Vio analisa a inaplicabilidade da vedação ao pacto leonino no contexto de opções de venda pactuadas em favor de fundos de *Private Equity*<sup>37</sup>. Entretanto,

---

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

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

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

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

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

Dando contornos práticos à análise, vejamos o caso, já adiantado acima, em que os eventuais dividendos (enquanto direito expectativo<sup>38</sup>) distribuídos são excluídos do cálculo do preço de exercício da opção

---

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

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

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

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

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

---

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

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

No caso específico analisado, o autor detalha que os preços habitualmente praticados em mercado são verificados, na prática, por meio de “usos difundidos na avaliação de empresas”, em referência a métodos financeiros tradicionais para avaliação de empresas, como múltiplo de vendas e o fluxo de caixa descontado<sup>40</sup>. Há, contudo, uma consideração adicional, que se conecta diretamente com o objeto deste estudo e que o autor parece ignorar: a depender do setor empresarial ou do perfil da empresa, um ou outro método possui aplicabilidade mais usual.

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

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

---

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

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

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

Por fim, vejamos o cenário em que tais opções são pactuadas em conjunto com um contrato de compra e venda de participações societárias. Na maioria dos casos, trata-se, na praxe negocial, de contrato com execução diferida, também frequentemente acompanhados de diversos outros negócios jurídicos e acordos parassociais<sup>42</sup>. Em se tratando de uma rede negocial que, usando a expressão de Junqueira de Azevedo, contém contratos *per relationem*, com proximidade entre as partes, há impacto direto nas expectativas quanto às decisões tomadas em contrato acerca de participações societárias<sup>43</sup>. Afinal, nesse cenário, mesmo em um contexto mercantil, não há como retirar um caráter *processual* da relação entre as partes.

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

---

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

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

compra e venda, deve-se priorizar aqueles métodos que estabeleçam a participação de ambas as partes – como, por exemplo, a indicação consensual de consultoria técnica para avaliação do valor das participações societárias<sup>44</sup>. Por outro lado, podem ser vislumbrados cenários, efetivamente presentes na prática negocial, em que o contrato de opção de compra e venda de participações societárias é feito de forma isolada com uma parte que não tenha proximidade relativa, sem que haja uma teia negocial complexa. Nesses casos, certamente não haveria em princípio uma precedência de métodos “bilaterais” de cálculo do preço sobre os demais.

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

## **4.2. PRAZO DE EXERCÍCIO DA OPÇÃO DE COMPRA E VENDA**

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

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

---

<sup>44</sup> Ibid.

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

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

Não há, portanto, uma expectativa genérica de permanência como sócio, tampouco há expectativa de saída em curto prazo, o que pode auxiliar na interpretação das declarações das partes e dar contorno a expressões como “exercício da opção no prazo razoável”, limitando ou ampliando o lapso a depender do momento contratual. Novamente, não se trata de atribuir valor normativo ao desejo de *uma* das partes quanto ao prazo de exercícios<sup>45</sup>, mas sim de identificar que negócios celebrados entre determinados agentes econômicos – como, nos exemplos adotados, as sociedades e fundos de *Private Equity* e *startups* – possuem características negociais distintas que impactam no tempo da transação.

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

---

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

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

Tomemos agora o caso de opções de compra e venda previstas em conjunto com contratos parassociais, normalmente pactuadas entre sócios como mecanismo de resolução de impasse. Acordos parassociais, como se sabe, são contratos que dispõem sobre os direitos, obrigações e responsabilidades dos sócios e possuem regramento típico na Lei nº 6.404/76 (Lei das S/A), também aplicável às sociedades limitadas de modo supletivo, nos termos e observado o art. 1.053, parágrafo único do Código Civil<sup>47</sup>.

Quando inicialmente previstos e incorporados à praxe no direito brasileiro, não havia previsão legal expressa sobre o prazo de vigência de tais contratos, tema que gerou à época controvérsia na doutrina<sup>48</sup> e nos tribunais<sup>49</sup>. Afinal, sem determinação do termo, deveriam ser aplicadas as regras gerais de extinção contratual e de denúncia vazia, já que acordo parassocial é, antes de tudo, contrato.

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

---

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

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

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

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

expressa disposição legal nos âmbitos das companhias. Os contratos parassociais passaram a ser – e ainda são – comumente pactuados pelo prazo em que “permanecer a condição de sócios das partes”, atingindo assim os mesmos efeitos de uma pactuação indeterminada sem acompanhar os ônus decorrentes dessa indeterminação<sup>50</sup>.

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

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

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

---

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

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

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

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

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

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

---

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

do acordo” e que buscam afastar o risco de uma pactuação perpétua<sup>53</sup>. Portanto, por mais que essa interpretação possivelmente estenda o prazo de exercício, também impõe maior alinhamento entre as partes e atribui maior valor aos critérios bilaterais, mitigando a extensão do prazo e rebalanceando a relação entre as partes.

## 5. CONCLUSÃO

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

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

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

---

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

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

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

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

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

## 6. BIBLIOGRAFIA

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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