


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

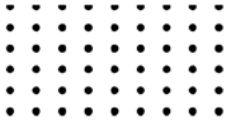


9 786560 060715 >

IDGLOBAL
Instituto de Direito Global

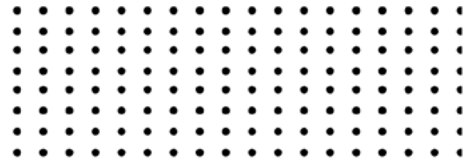
rdm
revista de direito mercantil

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

contato@editoraexpert.com.br



EXPERT
EDITORA DIGITAL

AUTORES

Daniel Pereira Campos

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

Rafael Cimatti Elias

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

Ricardo Villela Mafra Alves da Silva

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

João Paulo Braune Guerra

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

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

Fabiana Pereira Velloso

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

Natália Villas Bôas Zanelatto

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

Renan Varollo Perlati

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

Alexandre Ginzel

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

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

Caio Henrique Carvalho de Siqueira Lima

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

Gustavo Ferreira de Campos

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

Camila Vallim Almirall

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

Manoela Bruno Morales Naquis

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

Gabriela Moreira Cicillini

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

Ernesto Luís Silva Vaz

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

SUMÁRIO

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

Daniel Pereira Campos, Rafael Cimatti Elias

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

Ricardo Villela Mafra Alves da Silva

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

João Paulo Braune Guerra

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

Fabiana Pereira Velloso

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

Natália Villas Bôas Zanelatto

As cláusulas de remédio único e o dolo no direito brasileiro159

Renan Varollo Perlati

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

Alexandre Ginzal

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

Caio Henrique Carvalho de Siqueira Lima

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

Gustavo Ferreira de Campos

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

Camila Vallim Almirall

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

Manoela Bruno Morales Naquis

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

Gabriela Moreira Cicillini

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

Ernesto Luis Silva Vaz

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

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

RESUMO:

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

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

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

ABSTRACT:

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

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

INTRODUÇÃO

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

57 Ibidem. p. 67.

58 Ibidem. p. 78-87.

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

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

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

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

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

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

63 Ibidem. p. 110.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

94 Ibidem. p. 59.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

101 *Ibidem*. p. 73.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

116 Vide artigos 442 e 443 do Código Civil.

117 Vide artigos 449 e 450 do Código Civil.

118 Artigo 138 do Código Civil.

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

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

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

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

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

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

120 Artigos 142 a 144 do Código Civil.

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

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

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

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

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

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

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

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

CONCLUSÃO

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

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

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

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

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

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

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

REFERÊNCIAS

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

