



Revista de Direito Mercantil

industrial, econômico e financeiro



Edição Especial – M&A

Vol. nº182/183, ago. 2021/jul. 2022


EXPERT
EDITORA DIGITAL

 **rdm**
revista de direito mercantil

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

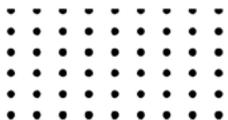


9 786560 060715 >

IDGLOBAL
Instituto de Direito Global

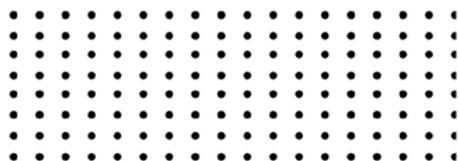
rdm
revista de direito mercantil

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

COMITÉ DE REDAÇÃO:

Antonio Martín

Calixto Salomão Filho

Eduardo Secchi Munhoz

Francisco Satiro De Souza Junior

José Alexandre Tavares Guerreiro

Juliana Krueger Pela

Mauro Rodrigues Penteadó

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



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

INTERPRETAÇÃO DOS CONTRATOS DE M&A: A INADEQUAÇÃO DOS CÂNONES DE DIREITO PRIVADO

Alexandre Ginzel (USP, São Paulo)

RESUMO: O presente estudo tem por objeto a interpretação dos contratos de M&A, assunto negligenciado pelos estudos de direito comercial no Brasil. Neste artigo, sustento a hipótese de que os contratos de M&A são dotados de características especiais e requerem uma metodologia específica de interpretação. Tais especificidades - como a natureza das partes contratantes, a proveniência da *common law* e a padronização das cláusulas - tornam os cânones de interpretação contratual expedientes metodológicos impróprios quando aplicados a essa classe de contratos. O artigo divide-se em quatro partes. Na segunda parte, ancorado na interdependência entre sistema econômico e direito contratual, mostro a conveniência da utilização dos aportes da Análise Econômica do Direito (*Law and Economics*) para a interpretação do contrato no atual estágio do capitalismo e discorro sobre as especificidades estruturais e a função econômica dos contratos de M&A, com o escopo de ressaltar a sua singularidade em relação aos demais tipos contratuais e os problemas interpretativos que dele emergem. Na terceira parte, contraponho os cânones de interpretação vigentes nos sistemas de tradição romanística àqueles praticados nos países de *common law*, com o objetivo de questionar a adequação dos cânones interpretativos para resolver os problemas típicos dos contratos de M&A. Na quarta parte, por fim, procuro extrair e sintetizar as principais conclusões com base nos argumentos desenvolvidos.

Palavras-chave. Interpretação contratual. Redação contratual. Fusões e aquisições. Direito comparado. Hermenêutica jurídica. Direito e economia.

ABSTRACT: *The present article aims to address the interpretation of M&A contracts, a topic that has been neglected in corporate law studies in Brazil. In this article, I argue that M&A contracts display special characteristics that require a specific methodology of interpretation. These specificities, such as the nature of the contracting parties, the influence of common law, and the standardization of clauses, render the canons of contractual interpretation inadequate when applied to this class of contracts. The article is divided into four parts. After a brief introduction, in the second part, relying on the interdependence between the economic system and contract law, I demonstrate the relevance of incorporating insights from Law and Economics in interpreting contracts in the current stage of capitalism. I also discuss the structural specificities and economic function of M&A contracts to highlight their uniqueness in comparison to other types of contracts and the interpretative issues that arise from them. In the third part, I compare the prevailing canons of interpretation in the systems of Romanistic tradition with those practiced in common law countries, aiming to question the adequacy of traditional interpretative canons in resolving the typical problems of M&A contracts. Finally, in the fourth part, I extract and summarize the main conclusions based on the arguments developed throughout the article.*

Keywords. *Contract Interpretation. Contract Drafting. Mergers & Acquisitions. Comparative Law. Legal Hermeneutics. Law & Economics.*

1. INTRODUÇÃO

Os contratos de alienação de participação societária de controle, mais conhecidos pela abreviação da expressão inglesa *mergers and acquisitions* (M&A), figuram entre os mais importantes contratos da atualidade, dada a sua relevância econômica no atual estágio de evolução do capitalismo. Em função da complexidade das operações econômicas que esses se destinam a regular, a disciplina dos contratos de M&A acaba por extrapolar as barreiras do direito contratual, sendo também moldado pelo direito societário, pelas normas contábeis e

pelas práticas e costumes empresariais. O produto resultante dessas variáveis é, de um lado, um grande número de tipos de contratos de M&A, moldados conforme as necessidades da operação, e de outro, uma estrutura estável de provisões e cláusulas contratuais, capaz de equacionar a pluralidade de interesses envolvidos.

Os contratos de M&A comportam ainda outras peculiaridades merecedoras de destaque. Enumero três delas: (i) a natureza das partes contratantes; (ii) as suas origens no direito costumeiro (*common law*); e (iii) a padronização das cláusulas.

A natureza das partes contratantes é uma característica digna de atenção em matéria de direito contratual, pois se relaciona intimamente com questões como a capacidade de avaliar e suportar riscos, com o poder de barganha e negociação dos termos, e com as conseqüências em caso de inadimplemento do contrato. No caso, à diferença de contratos regidos por leis especiais (como os de consumo), e à semelhança dos demais contratos civis, presume-se que as partes em contratos de M&A possuem capacidade paritária de avaliar e negociar os riscos envolvidos³¹¹. Também, à diferença de contratos celebrados entre partes não-empresárias, e à semelhança de outros contratos celebrados entre partes empresárias, a quebra injustificada de contratos de M&A pode vir acompanhada de graves sanções reputacionais³¹², prejudicando sua futura capacidade de contratação e participação no mercado.

311 Assim o art. 421-A do Código Civil: “Os contratos civis e empresariais presumem-se paritários e simétricos até a presença de elementos concretos que justifiquem o afastamento dessa presunção, ressalvados os regimes jurídicos previstos em leis especiais, garantido também que: I - as partes negociantes poderão estabelecer parâmetros objetivos para a interpretação das cláusulas negociais e de seus pressupostos de revisão ou de resolução; II - a alocação de riscos definida pelas partes deve ser respeitada e observada; e III - a revisão contratual somente ocorrerá de maneira excepcional e limitada.”

312 Sobre os impactos positivos e negativos da reputação sobre a capacidade de contratação e sobre futura conduta das partes contratantes, veja-se: KLEIN, Benjamin; LEFFLER, Keith B. *The Role of Market Forces in Assuring Contractual Performance*, vol. 89, *Journal of Political Economy*, 1981, no. 04, pp. 615-641; SCOTT, Robert E. *Conflict and Cooperation in Long-Term Contracts*, vol. 75, *California Law Review* (1987), pp. 2030-2034.

Quanto à sua proveniência da *common law*, observa-se que os contratos de M&A, no contexto do direito contratual anglo-saxão, são informados por princípios e incentivos próprios, por vezes conflitantes com os incentivos do direito contratual de países de tradição romanística, tais como as condições objetivas para que uma promessa seja considerada como integrada ao contrato (*terms of contract*); a ausência de um conjunto específico de normas para regular cada tipo contratual; e o menor campo de incidência da boa-fé³¹³. Quando exportados a outros sistemas jurídicos, problemas típicos dos chamados “transplantes legais”³¹⁴ logo entram em cena, como as técnicas de adaptação do direito estrangeiro às circunstâncias locais.

Em terceiro lugar, conexas à peculiaridade das origens, constata-se a particularidade da padronização das cláusulas. Essa conexão se dá na medida em que os princípios típicos do direito contratual nos países de *common law* moldam de forma particular os contratos de M&A, especialmente pela extensão, terminologia e natureza das provisões contratuais. Com o escopo de propiciar segurança e previsibilidade às partes, os contratantes, onde quer que estejam localizados no planeta, utilizam sempre as mesmas estruturas de cláusulas e (longa) extensão contratual. Mesmo em países como a Alemanha, reconhecida por sua capacidade de “fazer muito em poucas palavras”³¹⁵, sobretudo pela presença de grandes escritórios britânicos e estadunidenses em operações *cross-border*, o panorama vem se invertendo.

A literatura especializada mais recente no Brasil tem conferido especial importância a temas como a recepção e a natureza jurídica de

313 Cf. CARTWRIGHT, John. *Contract Law: an introduction to the English Law of Contract for the civil lawyer*. 3rd ed. Oxford: Bloomsbury, 2016, pp. 64-83.

314 O termo “transplantes legais” é utilizado para descrever situações de recepção de um ordenamento. Para tratamento mais aprofundado sobre a questão, ver: WATSON, Alan. *Legal Transplants: an approach to Comparative Law*. 2nd ed. Athens and London: University of Georgia Press, 1993. Pp. 21-21; GRAZIADEI, Michele. *Comparative Law, Transplants and Receptions*, in REIMANN, Mathias; ZIMMERMANN, Reinhard (Orgs). *The Oxford Handbook of Comparative Law*. 2nd ed. Oxford: Oxford University Press, 2019. Pp. 442-474.

315 HILL, Claire A.; KING, Christopher. *How Do German Contracts Do as Much with Fewer Words?*, vol. 79, *Chicago-Kent Law Review*, 2004, pp. 889-926.

determinadas cláusulas pelo direito brasileiro (e.g: *representations and warranties, earn-out, material adverse changes*), bem como a validade ou invalidade de determinadas disposições (por exemplo, o *sandbagging*). No entanto, por mais completos e úteis que esses estudos sejam para elucidar pontos controvertidos e melhor operacionalizar os contratos de M&A no Brasil, descaram um importante aspecto prático, especialmente em litígios: a interpretação desses contratos.

Nas páginas que se seguem, sustento a hipótese de que os tradicionais cânones da hermenêutica contratual, elaborados segundo os moldes da dogmática do direito privado de países de tradição romanística, tornam-se expedientes metodológicos impróprios quando aplicados aos contratos de M&A em face das particularidades desses contratos aventadas.

2. NATUREZA E FUNÇÃO ECONÔMICA DOS CONTRATOS DE M&A

2.1 NATUREZA E ANÁLISE ECONÔMICA DOS CONTRATOS

a) Contratos: do antigo ao novo paradigma

O contrato, em sua definição abstrata, é o acordo entre duas ou mais partes para constituir, regular ou extinguir entre elas uma relação jurídica de conteúdo patrimonial³¹⁶. Remete-se à categoria de ato de autonomia privada ou negócio jurídico, a qual expressa o ato por meio do qual o sujeito dispõe de sua própria esfera jurídica³¹⁷.

Historicamente, o dogma da vontade posicionava a essência do contrato, e genericamente do negócio jurídico, na vontade criativa do indivíduo. Como consequência, tanto uma declaração destituída

316 BIANCA, Cesare M. *Diritto Civile, III: Il Contratto*. 2° ed. Milano: Giuffrè, 2000, p. 1

317 Melhor dito por Massimo Bianca: “*Il soggetto esplica la propria autonomia privata mediante atti negoziali: è appunto mediante gli atti negoziali che il soggetto organizza la propria vita e dispone dei propri interessi, acquistando o alienando beni patrimoniali, contraendo matrimonio, obbligandosi ad eseguire prestazioni, costituendo società commerciali, ecc.*” (BIANCA, Cesare M., Op. Citada, p. 8)

de vontade, como uma declaração não correspondente à vontade real do sujeito não poderia ter valor de negócio. Os casos em que a lei atribuísse efeitos jurídicos às declarações desacompanhadas da vontade real deveriam ser tratados de forma excepcional.

Todavia, tal concepção voluntarística, desenhada pela escola jusracionalista e acolhida pelo *Code Civil* de Napoleão, portava consigo um claro significado ideológico liberal, correspondente aos anseios da classe mercantil da segunda metade do século XIX, segundo o qual devia o ordenamento jurídico ocupar-se simplesmente de garantir as condições para o exercício da liberdade, da qual a liberdade de contratar é espécie. O negócio jurídico era então reconhecido como afirmação da vontade do indivíduo, e o contrato meio jurídico idôneo de realização de suas pretensões, servindo indistintamente a todos os tipos de relação de troca (*i.e.*, bens de consumo, bens essenciais ou meios de produção) e independente da classe social dos indivíduos.

Para atender aos interesses e às exigências da produção nacional durante a ascensão do fascismo, as quais não se ajustavam ao paradigma liberal, contudo, passou-se a garantir aos indivíduos uma avaliação objetiva e funcional das pessoas e de suas respectivas declarações, viabilizando o depósito da confiança em tais declarações. No lugar do conceito individualista de senhoria da vontade, a nova concepção acolhia o conceito de autonomia da vontade, que não mais significava a liberdade irrestrita de cada um, mas uma liberdade limitada e concedida pelo Estado por meio do ordenamento jurídico, compelindo-os a operar dentro da órbita de finalidades que esse sanciona.

As modificações introduzidas pelo ordenamento fascista não constituíram o estágio final da noção do contrato. Influxos advindos do positivismo jurídico e do marxismo contribuíram para moldar a concepção atual do instituto. Hoje, segundo Orlando Gomes³¹⁸, tal concepção é marcada pelo reconhecimento da desigualdade material das partes, culminando na limitação da liberdade de contratar e no

318 GOMES, Orlando. *Contratos*. 24^a ed. Rio de Janeiro, 2001, pp. 7-8.

encolhimento da esfera da autonomia privada, especialmente na determinação do conteúdo dos contratos, com maior ingerência do Estado na esfera econômica; e também pelas novas técnicas de contratação, acarretando a simplificação e a despersonalização do processo de formação dos contratos. Fala-se, nesse contexto, do declínio da figura tradicional do contrato³¹⁹ por alusão ao declínio da vontade contratual, fenômeno que também encontra eco no direito contratual da *common law*³²⁰.

Apesar dessa evolução, que sugere maior atenção às desigualdades materialmente presentes, persistem ainda diversos cânones obrigatórios de interpretação, tanto em países de *common law* como de *civil law* calcados no voluntarismo. Cânones os quais há muito perderam sua razão filosófica³²¹ de existir e, como se verá, também sua razão econômica.

b) Análise econômica do contrato

O contrato, enquanto categoria jurídica autônoma, refere-se sempre a uma operação econômica subjacente. Embora não se confunda com essa, ele é o reflexo, a tradução jurídica dos atos materiais de circulação da riqueza. Não de forma meramente passiva, como a simples conversão de um código linguístico a outro, mas também ativa, tutelando, mediante determinados arranjos colocados à disposição dos sujeitos de direito pelo ordenamento jurídico, certos interesses e excluindo outros tantos³²². Exerce, portanto, função econômica, a qual varia na medida dos interesses que se buscam atender.

319 Cf. SANTORO-PASSARELLI. *Libertà e autorità nel diritto civile*. Padova: CEDAM, 1997, p. 93

320 GILMORE, *The Death of Contract*, 2nd ed. Columbus: Ohio State University Press, 1995.

321 Para história e negação dos cânones de interpretação na hermenêutica jurídica e filosófica, ver o ótimo estudo: SOLON, Ari Marcelo. *Hermenêutica Jurídica Radical*. São Paulo: Marcial Pons, 2017.

322 ROPPO, Enzo. *O contrato*, traduzido por Ana Coimbra e M. Januário C. Gomes, Coimbra: Almedina, 2009, pp. 7-11.

A função econômica dos contratos não é uma categoria fixa. Uma vez que estas se referem a operações econômicas, a sua função é determinada pela espécie e quantidade de operações econômicas que o contrato busca disciplinar, isto é, dependem do modelo de organização econômica vigente em cada época, por sua vez historicamente mutável. O próprio grau de incidência e difusão do contrato como mecanismo regulador depende, essencialmente, do modo de funcionamento do sistema econômico³²³.

Diante desse paradigma, reconhece-se que, se o contrato não se confunde com a operação econômica subjacente, sendo titular de uma “dignidade” jurídica que a ele confere autonomia, por outro, em uma economia de livre-mercado, assim caracterizada pela aptidão dos particulares em figurar como partes em acordos voluntários para governar as relações de trocas entre si, não se pode negar a conveniência de uma análise econômica do contrato.

A análise econômica do contrato possui dois significados ou abordagens distintas. Em uma primeira abordagem, refere-se ao estudo do contrato como fenômeno jurídico de ordem geral, destinado a responder questões como os efeitos das normas jurídicas na conduta dos atores econômicos e se tais efeitos são socialmente desejáveis³²⁴. Reconduz-se ao campo das pesquisas sociológicas em sentido amplo, com o escopo de indicar ou explicar soluções jurídicas eficientes sobre o plano econômico. Em uma segunda abordagem, é a avaliação do contrato enquanto *fattispecie* concreta³²⁵. Comum a ambos é a utilização das ferramentas analíticas fornecidas pela Análise Econômica do Direito.

Em sua segunda abordagem, a análise econômica do contrato concorre a especificar a ‘economia do negócio’, a analisar o contrato enquanto instrumento de mediação e de realização de concretos

323 _idem, pp. 24-26

324 KAPLOW, Louis; SHAVELL, Steven. *Economic Analysis of Law* in AUERBACH, Alan J.; FELDMAN, Martin (Editors) *Handbook of Public Economics*, vol. 3, Amsterdam, London and New York: Elsevier, 2002, p. 1666

325 BIANCA, Cesare M. Op. Citada. P. 28

interesses práticos. Tal especificação pode absorver duas diversas funções. A primeira, de ordem interpretativa, toma em consideração a efetiva posição das partes para determinar aquilo que elas razoavelmente podiam esperar do contrato, sendo a razoabilidade da expectativa determinada pelo significado normal da operação econômica subjacente. Em segundo lugar, tal especificação tem lugar na integração da relação contratual. A economia do negócio concorre a especificar a causa concreta do contrato, isto é, os interesses que o contrato se dirige concretamente a realizar. A relação contratual deve então ser integrada mediante uma disciplina legal que seja apropriada à causa e, portanto, à economia do negócio³²⁶.

Dito isso, o conceito básico sobre o qual Análise Econômica do Direito elabora suas premissas é o de “completude” do contrato³²⁷. Tradicionalmente, um contrato é qualificado como completo quando prevê uma descrição completa de um conjunto de possíveis contingências e formula em termos explícitos uma solução para cada uma dessas contingências. O termo “contingência” expressa as alterações decorrentes de variáveis “exógenas”, como o aumento de custos de produção, e “endógenas”, relativas ao comportamento, como uma conduta destinada a fugir de um acordo encampado por um termo contratual reputado desvantajoso ou mesmo uma mentira deliberada. As análises econômicas concluem geralmente que se um contrato é completo, não há outra atitude a ser tomada para o aumento de eficiência do contrato senão a execução dos seus termos conforme expressos. A incompletude, nesse aspecto, é condição necessária para um papel ativo na interpretação.

Contudo, como nenhum contrato no mundo real é completo em tais termos, o conceito de completude é resgatado de três maneiras: (i) como paradigma teórico; (ii) reconhecendo o uso de cláusulas abertas

326 _idem, p. 29

327 COHEN, George M. *Interpretation and implied terms in contract law* in DE GEEST, Gerrit (ed.) *Encyclopedia of Law and Economics: Contract Law and Economics*, Vol. 6, 2nd ed. Cheltenham and Northampton: Elgar, 2011, pp. 126-127

com o escopo de englobar todas as situações possíveis; e (iii) atribuir o conceito de completude ao uso eficiente da informação disponível.

Dispensando maiores explicações o primeiro item, o uso de cláusulas abertas versa sobre a possibilidade de especificação de cada contingência de forma exaustiva. Caso tais cláusulas gerais habilitem a provisão de todas as contingências possíveis, o contrato, do ponto de vista obrigacional, será considerado completo³²⁸. Muitas vezes, as partes recorrem ao uso de cláusulas abertas para estatuir uma metodologia interpretativa que torne o contrato completo, por exemplo, por meio de cláusulas que excluem determinada extensão de significado de um termo ou sua interpretação de uma determinada forma que acabe por implicar outro significado³²⁹.

Corrente na modelagem econômica formal é a atribuição da completude à quantidade de informação disponível. Sob essa ótica, um contrato é considerado completo quando as partes utilizam toda a informação privada disponível a eles, mesmo quando não especificam de forma exaustiva a solução para todas as contingências³³⁰.

A partir disso, surgem inúmeras questões de como, quando e de que forma os contratos devem ser interpretados em caso de disputa, especialmente porque a completude dos contratos envolve os chamados custos de transação, que crescem à medida que se busca tal completude, por exemplo, por meio da redação ostensiva do contrato. Muitas vezes, esses custos chegam a superar os benefícios obtidos.

Embora não isento de críticas, bem como não se restringindo a uma só corrente, o modelo de análise contratual oferecido pela Análise Econômica do Direito é atualmente dominante nos debates acadêmicos dos Estados Unidos e desde a década de 90 vem ganhando popularidade em outros círculos, inclusive nos países de *Civil Law*.

328 Cf: SHAVELL, Steven. *On the Writing and Interpretation of Contracts in Journal of Law, Economics and Organization*, vol. 22, no.2, 2006, pp. 289-314.

329 Cf: CHARNY, David. *Hypothetical Bargains: The Normative Structure of Contract Interpretation* in *Michigan Law Review*, vol. 89, no. 7, 1991, pp. 1815-1879.

330 HERMALIN, Benjamin; KATZ, Michael L. *Judicial Modification of Contracts between Sophisticated Parties: A More Complete View of Incomplete Contracts and their Breach* in *Journal of Law, Economics and Organization*, vol. 9, no.2, pp. 230-255

Apesar disso, inúmeras discussões continuam a ser desenvolvidas de modo completamente alheio a análises econômicas, quando não a rejeitam expressamente.

2.2 A ESPECIFICIDADE DOS CONTRATOS DE M&A: ESTRUTURA, CONTEÚDO E FUNÇÃO

As operações de M&A referem-se ao procedimento de combinação (*merger*) e transferência da propriedade de sociedades (*acquisition*). Os contratos de M&A são os títulos jurídicos por meio da qual tais operações são instrumentalizadas. Nasceram, portanto, no contexto da *common law*, para regular os propósitos e as expectativas que emanam dessa classe de operações, as quais serão abordadas ao longo deste tópico.

Antes de tudo, cumpre esclarecer uma questão terminológica. Por “contratos de M&A”, geralmente compreende-se não apenas um, mas uma série de contratos, os quais se chamam de preliminares (*preliminary*), colaterais (*collaterals*) e principais (*core*). Preliminarmente, em operações de M&A, como muitas informações confidenciais são compartilhadas, além de negociações e leilões entre ofertantes, ocorre a necessidade de estabelecer acordos de confidencialidade (*non-disclosure agreement*), de exclusividade (*exclusivity agreements*), cartas de intenções (*letters of intent*) e acordos de defesa conjunta (*joint defense agreements*). Colaterais às operações de M&A, arranjos trabalhistas e de outras relações jurídicas em curso devem ser realizados, ocasionando a necessidade de criar acordos trabalhistas (*employment agreements*) e de não-concorrência (*non-competition agreements*). Do mesmo modo, para viabilizar a operação, alguns requisitos legais ou convencionais podem ser pedidos, tipicamente envolvendo a obtenção reunião de informações, de modo a fornecê-las a interessados, como reguladores e acionistas, dando origem a documentos separados como os *support agreements*, *voting agreements* e *lock-up/option agreements*, bem como, nos casos em operações envolvendo financiamento bancário, dos

financing agreements. Todavia, todos esses documentos conduzem ao documento final, definitivo da operação, o *Stock Purchase Agreement*.

Conforme explica John C. Coates IV³³¹, os contratos de M&A servem a propósitos gerais, comuns aos demais tipos de contrato, como a memorização e especificação dos termos, mas também a propósitos específicos, ou, ao menos, de importância majorada no contexto de M&A. Nesse sentido, possuem um papel crucial na especificação dos termos da operação econômica, que é, na maioria das vezes, bastante complexa, e na comunicação do acordo a terceiros. Dada tal complexidade, aliada à usualmente longa extensão temporal das operações de M&A, principalmente nas de maior volume, disputas envolvendo os termos do acordo são frequentes. Servem, assim, ao propósito de dirimir as controvérsias, atributo especialmente relevante, uma vez que a escolha do órgão julgador, da lei aplicável e demais mecanismos de resolução de litígios poderão ser determinantes no desfecho de conflitos futuros.

Quanto à sua estrutura, a maioria dos contratos de M&A segue um padrão básico, embora adaptável às circunstâncias específicas da operação. Esse padrão serve para garantir a segurança das transações e para garantir que determinados padrões de mercado sejam observados no contrato³³², possibilitando às partes controlar os termos negociados. No entanto, observa-se que recorrentemente as partes em contratos de M&A conscientemente promovem as chamadas “ambiguidades estratégicas”³³³, as quais ocorrem pela escrita proposital de termos contratuais incompletos, vagos e abertos. Essa conduta tem por escopo garantir maior flexibilidade às partes no cumprimento das expectativas que eventualmente surjam no curso das negociações e/ou durante a execução do contrato.

331 COATES IV, John C. *Contracts: Purposes, Types, Regulation, and Patterns of Practice* in Harvard John M. Olin Discussion Paper Series, Paper No. 825, Apr. 2015, p. 3

332 ENGELHARDT, Clemens. *Mergers & Acquisitions: Strategien, Abläufe und Begriffe im Unternehmenskauf*. Wiesbaden: Springer, 2017, p. 29

333 DOUGLAS BERNHEIM, B.; WHINSTON, Michael D. *Incomplete Contracts and Strategic Ambiguity* in *The American Economic Review*, vol. 88, no. 04, 1998, pp. 902-932.

Interessante anotar que os contratos principais (*Sale and Purchase Agreements*), em sua maioria, são concluídos em inglês, mesmo quando a língua nativa de ambas as partes não é o inglês, e mesmo quando a lei aplicável e a jurisdição eleita para dirimir as controvérsias em nenhum modo se relacionam com a língua inglesa. Isso ocorre especialmente por duas razões: (i) porque contratos de M&A (contratos de compra e venda de participação societária) não são expressamente tipificados naquele ordenamento jurídico (como no caso do Brasil), carecendo de uma disciplina legal apropriada; (ii) para expandir o número de possíveis interessados, uma vez que o inglês é hoje a “língua dos negócios” e que os potenciais adquirentes podem vir de qualquer localidade.

Vale ainda dizer que, entre ambas as razões, a primeira há de ser destacada. Ausente uma disciplina legal específica, o adquirente e o vendedor não podem simplesmente ater-se aos aspectos econômicos básicos, como objeto e o preço, e remeterem o restante à lei. Esse modo de agir, comum em contratos de compra e venda de menor complexidade, seria impraticável no caso da alienação de participação societária, pois substancialmente, aquilo que é transferido com participação societária não é apenas a ação ou quota da sociedade e os direitos que lhe são inerentes, mas um conjunto de ativos tangíveis e intangíveis, como propriedade intelectual, imóveis e licenças regulatórias, além de implicarem em uma variedade de mudanças nas relações nas relações contratuais e não contratuais com um grande número de sujeitos.

O conteúdo dos contratos de M&A, do ponto de vista formal, geralmente obedece à seguinte divisão³³⁴, conforme sua nomenclatura em inglês: (1) *definitions and usage*; (2) *sales and transfer of shares; closing*; (3) *representations and warranties*; (4) *covenants*; (5) *conditions precedent*; (6) *terminations provisions*; (7) *indemnification*; (8) *tax*; (9) *defined terms* e (10) *miscellaneous*.

334 Cf: AMERICAN BAR ASSOCIATION. *Model Stock Purchase Agreement with Commentary*. 2nd ed, 2010, pp. 9-70

O conteúdo dos contratos de M&A, sob o ponto de vista da análise econômica, cumpre as seguintes funções, já anteriormente apontadas na introdução: especificação, alocação de riscos, administração de processos, controle e partilha de informação, prestação de serviços e resolução de disputas. Cada uma dessas funções é desempenhada formalmente por diferentes partes do contrato. Por vezes, de forma conjunta, por vezes de forma separada. O entrelaçamento de funções, objetivado na multiplicidade e inter-relação entre as cláusulas, torna a interpretação dos contratos de M&A uma tarefa verdadeiramente desafiadora³³⁵.

Quanto à especificação, essa se subdivide entre especificação de estrutura, especificação da negociação e especificação do preço. A especificação da estrutura reflete em como a operação será desenvolvida, por exemplo: compra de ações ou de ativos, estrutura em um passo (*one step*) ou em múltiplos (*multi-step*). A especificação dos negócios, por sua vez, diz respeito à descrição legal dos negócios a serem adquiridos, identificando quais os ativos serão incluídos ou excluídos, ou as companhias a serem incluídas ou excluídas da operação. Por fim, a especificação de preço diz respeito não ao *quantum* devido, mas também questões sobre a moeda envolvida no pagamento, mecanismos de ajustes de preço, e até mesmo fórmulas envolvendo o valor da ação, quando essa é utilizada como moeda na operação.

A alocação de riscos é exercida por diversas cláusulas, e se relaciona essencialmente com os incentivos e informações disponíveis às partes sobre os riscos negociais envolvidos na operação, com incidência direta sobre o preço. Usualmente, as cláusulas de *indemnities* são aquelas elaboradas para refletir economicamente a função dos contratos de seguro - tais como os limites (máximo e mínimo) do valor das indenizações envolvidas ou o período para alegar a compensação devida - e frequentemente buscam substituir ao direito material e processual normalmente aplicável. As *Representations* também

335 Cf: COATES IV, John C. Op. citada, p. 12

desempenham um papel na alocação de riscos, mediante a correção, em termos, da assimetria informacional existente entre compradores e vendedores³³⁶.

Sobre a administração de processos, ocorre que as operações necessitam de tempo e esforço de diversas partes. Para coordenar esses esforços, os contratos de M&A executam a função de administrá-los. Essa função é refletida nas cláusulas de *conditions* (ou *conditions precedent*) que, por sua vez determina os passos a serem tomados antes das partes serem obrigadas a concluir a operação (*closing*), bem como pela cláusula de rescisão (*termination*) do contrato, que usualmente determina um ponto de parada forçado em quão longo o processo pode ser, antes que as partes tenham o direito de sair da operação. Muitas funções de administração do processo também se encontram nos *covenants*, que incluem cláusulas gerais de “esforços”, obrigando as partes a empregarem determinadas ações, as vezes em datas específicas, para atingir os diversos objetivos de modo a concluir a operações³³⁷.

Quanto ao controle e partilha da informação, os contratos de M&A são geralmente estruturados de modo a dispor sobre o controle e a quantidade de informação que será divulgada no período da assinatura do contrato (*signing*), entre o *signing* e o *closing* e mesmo até após o *closing*. Os contratos de M&A geralmente se valem dos *covenants* para endereçar a assimetria de informação e *representations* para aprimorar a precificação. As *negative covenants* servem à função de obrigar a prestação de informações porque normalmente o processo de negociação envolve o comprador propondo restrições rígidas e a *target* tendo que explicar o motivo das exceções³³⁸.

Acerca da prestação de serviços, os contratos de M&A normalmente requerem às partes de providenciar serviços umas as outras. Em aquisições parciais, o vendedor tipicamente retém operações e ativos que eram usadas pela *target*, e portanto continuarão

336 *idem*, pp. 15-16

337 *idem*, pp. 16-17

338 *idem*, pp. 17-18

a ser úteis após a conclusão da operação, até que o comprador possa substituí-los, o que pode levar mais tempo do que a condução do negócio. Tais serviços incluem serviços de informações, bem como funções especializadas executadas por empregados-chave³³⁹.

Quanto à resolução de disputas, diversas provisões contidas na cláusula de *miscellaneous* endereçam a questão da resolução de litígios entre as partes, inclusive mediante o emprego de métodos alternativos de resolução de controvérsias. Some-se a isso os esforços para minimizar os custos de executar outras provisões contratuais, endereçados mediante a criação de contas-*escrow* e *hold backs*, os quais também podem ser entendidos como esforços para administração da resolução de disputas³⁴⁰.

Há de se ter em conta que os contratos de M&A não são realizados entre indivíduos não-empresários, mas entre empresários. Essa peculiaridade não é trivial. Primeiro, porque incide sobre a questão da “desigualdade material”, determinante para a aplicação de um ou de outro conjunto de regras contratuais para tutelar a relação jurídica existente e para justificar o maior ou menor grau de intervenção estatal sobre a autonomia privada. Segundo, porque as empresas são titulares de um universo de interesses e estratégias para assegurá-los que não são partilhadas por outros sujeitos de direito. Guiadas pelo escopo de assegurar a maximização dos lucros, as empresas defrontam-se com o problema contratual de simultaneamente assegurar a eficiência transacional³⁴¹, tanto antes quanto após o investimento no objeto que integra o escopo do contrato. O que se deixa em aberto é quando e até que ponto essas diferenças justificam a aplicação de um princípio ou critério específico para regular a interpretação dos órgãos decisórios.

339 *idem*, p. 18

340 *idem*, p. 18

341 Nos dizeres de Schwartz e Scott: “Parties trade efficiently when, and only when, the value of the exchanged performance to the buyer exceeds the cost of performance to the seller. Parties invest efficiently when their actions maximize a deal’s expected surplus” (SCHWARTZ, Alan; SCOTT, Robert. E, *Contract Theory and the Limits of Contract Law* in *Yale Law Journal*, vol. 113, no. 541, 2003, p. 545

Consoante a lição de Alan Schwartz e Robert E. Scott³⁴², o problema acaba por tangenciar as bases da teoria contratual. De acordo com esses autores, considerada a pluralidade de tipos contratuais, inseridos em uma longa cadeia que vai dos contratos padronizados entre empresas até os contratos entre consumidores, somada à vaga definição – corrente entre os autores de sistemas de *common law* - do contrato como “qualquer promessa executável pelo direito”, o direito contratual carece tanto de uma teoria descritiva completa (a qual explica o “ser” do direito), devido a incapacidade de abarcar esse vasto domínio, quanto de uma teoria normativa completa (a qual explica o “dever-ser” do direito). Teorias de cunho normativo fundadas em um único princípio, como o da autonomia ou da eficiência, pecam pela heterogeneidade dos contextos contratuais em que essas teorias devem ser aplicadas. Teorias normativas pluralistas, querendo resolver tais problemas, exortam as cortes a perseguir eficiência, justiça, boa-fé e a proteção da autonomia individual, porém carecem de um “meta-princípio” capaz de dizer quais desses objetivos devem prevalecer em caso de conflito.

Como solução, tais autores³⁴³ propõem, simplesmente, uma teoria normativa contratual exclusivamente aplicável para contratos empresariais. Segundo os autores, o direito contratual deve facilitar os esforços das partes contratantes em maximizar os ganhos conjuntos nas transações – e nada além disso. À guisa do atual paradigma do direito contratual, entendo não haver motivos para rejeitar o princípio da eficiência como princípio normativo regulador dos contratos entre empresas, desde que se tenha em conta o efetivo poder de barganha das partes e a sofisticação dos agentes econômicos envolvidos, visto que, por vezes, há empresários e sociedades empresárias que o são apenas formalmente, mais se assemelhando a indivíduos ordinários do que a poderosas entidades econômicas, capazes de compreender plenamente as operações e vicissitudes do mercado.

342 *idem*, p. 543

343 *idem*, p. 544

Todas essas especificidades dos contratos de M&A suscitam problemas e questionamentos que lhe são próprios, tais como: de que forma os contratos de M&A podem ser executados em ordens jurídicas que não os regulam expressamente? Como lidar com a ambigüidade e entrelaçamento das cláusulas e operacionalizar as suas diversas funções econômicas? Como os contratos de M&A podem maximizar os ganhos conjuntos das partes?

Essas questões partilham ainda um mesmo problema hermenêutico, que nelas se encontra latente: qual a adequada metodologia de interpretação dos contratos de M&A? E isso, pois: (i) não é possível executar um adequado “transplante jurídico” sem um método adequado de interpretação e integração dos contratos; (ii) não é possível operacionalizar as funções econômicas de forma segura em um contrato permeado por entrelaçamentos e ambigüidades sem um método adequado de interpretação; e (iii) não é possível efetivar o aludido princípio da eficiência se não acompanhado de um método de interpretação que permita desvelar com precisão o conteúdo semântico das cláusulas desses contratos e traduzir seus propósitos econômicos em linguagem que permita sua execução pelos tribunais, em caso de eventual disputa.

Segundo nosso argumento, o instrumental empregado pela Análise Econômica do Direito, sendo em sua maioria destinado ao preenchimento de lacunas em contratos incompletos e a estabelecer regras padronizadas para quando as partes contratantes não manifestam preferências acerca de uma determinada questão, expressa um importante meio de captar as diferenças materiais em jogo e, com isso, oferecer modelos de interpretação mais satisfatórios conforme as experiências contratuais concretas.

Ainda, admitindo-se que os contratos empresariais são permeados por propósitos econômicos, a análise econômica constitui ainda mais valiosa ferramenta de auxílio ao intérprete, que se verá melhor equipado para atender a tais interesses.

3. INTERPRETAÇÃO DOS CONTRATOS DE M&A

3.1 OS CÂNONES DA INTERPRETAÇÃO CONTRATUAL: *CIVIL LAW* E *COMMON LAW*

As controvérsias em torno do significado das disposições privadas implicam sempre em uma discussão, que se desenvolve mediante o uso de argumentos com o escopo de resolvê-la. A partir de tal argumentação, nasce uma lógica jurídica, que não obedece aos parâmetros dos procedimentos dedutivos, mas se constitui de justificações persuasivas, fundadas sobre a adesão a normas, princípios e valores históricos circundantes. Os discursos, assim elaborados, têm por fim compreender o texto contratual, expresso na forma de um conjunto de palavras que fixam os termos contratuais, ou adaptá-lo, de modo que esse assuma o sentido tido por aceitável ou justo³⁴⁴.

A interpretação do contrato e das convenções, formulada pelas doutrinas europeias em sistemas de derivação romanística, empregam argumentações provenientes do direito romano e as reescrevem e reelaboram conforme as demandas práticas de sua época. A consciência da historicidade da interpretação permite não apenas compreender seu processo de formação, como, especialmente, a relatividade das regras das quais fazemos uso³⁴⁵.

No modelo atual, os códigos contemporâneos de direito privado procuram fixar os seus cânones interpretativos na forma de preceitos jurídicos, extraíndo-os das sugestões e conclusões elaboradas pela doutrina. Ainda que essa cristalização não implique em uma completa imobilização dos cânones, consentindo a variedade de aplicação de regras hermenêuticas, o resultado inevitável é impossibilidade de uma completa desvinculação da tradição e, por conseqüência, de regras pensadas no contexto da resolução de problemas contingentes

344 Cf: BRUTTI, Massimo. *Interpretare i contratti: la tradizione, le regole*. Roma: G. Giappichelli, 2017, p. 1

345 _idem, pp. 1-2.

a uma determinada época. O risco de desajuste ou inadequação dessas regras para as novas modalidades de operações econômicas e para eficiência do mercado é sempre presente.

São exemplos desse modelo o *Codice Civile* italiano, cujas regras de interpretação do contrato encontram-se sistematicamente fixadas nos artigos 1362 a 1371, o *Code Civil* francês, dos artigos 1188 a 1192. O BGB alemão, amparado na idéia de negócio jurídico, provisiona no parágrafo 133 a “Interpretação da declaração de vontade” (*Auslegung von Willenserklärung*), estatuinto que: “quando uma declaração de vontade é interpretada, é necessário verificar a vontade verdadeira (*wirkliche Wille*), em vez de aderir ao significado literal da declaração”; e no parágrafo 157, que estatui que os contratos devem ser interpretados de acordo com os requisitos da boa-fé, com atenção aos usos praticados. Já o Código Civil brasileiro, também esteado na idéia de negócio jurídico, consagra oito artigos esparsos para as normas de interpretação (arts. 112, 113, 114, 421-A, 422, 819, 843, 1.899), sendo aquelas provisionadas nos artigos 112, 113, 421-A e 422 de especial importância para os contratos.

Doutrinariamente, distingue-se a interpretação subjetiva da interpretação objetiva dos contratos. A interpretação subjetiva busca determinar a vontade real dos contratantes, ao passo que à interpretação objetiva é atribuída função subsidiária, tendo lugar quando não se puder identificar a efetiva intenção das partes³⁴⁶. No entanto, como se viu, a distinção é frágil, pois com a aparição da teoria preceptiva e negação do dogma da vontade, a investigação da “vontade das partes” se torna vazia de conteúdo, valendo a determinação do significado normativo do contrato.

Nos códigos, são regras de interpretação subjetiva: i) busca pela vontade verdadeira, no lugar da interpretação literal do contrato (art. 133 do BGB, art. 1362 do *Codice Civile*, art. 1188 do *Code Civil* e art. 112 do Código Civil); ii) o contrato deve ser interpretado sistematicamente, isto é, considerada a inter-relação das cláusulas (art. 1.363 do *Codice*

346 GOMES, Orlando. Op. citada, pp. 201-202.

Civile e art. 1.189 do *Code Civil*); e iii) na dúvida, em um contrato pré-determinado por uma das partes, deve-se interpretar a favor da outra parte (art. 1370 do *Codice Civile*, art. 1.190 do *Code Civil* e art. 113, § 1º, IV do Código Civil). São regras de interpretação objetiva: a) o contrato deve ser interpretado conforme a boa-fé e os usos do lugar de sua celebração (art. 157 do BGB, art. 1.366 do *Codice Civile* e art. 422 do Código Civil; b) a interpretação deve conduzir à conservação dos efeitos do contrato (art. 1.191 do *Code Civil* e do art. 1.367 do *Codice Civile*); c) nas cláusulas ambíguas, as expressões devem ser entendidas no sentido mais conveniente à natureza do objeto e do contrato (art. 1.369 do *Codice Civile*); d) não se pode interpretar cláusulas claras e precisas sob pena de desnaturação (art. 1.192 do *Code Civil*); e e) as partes negociantes poderão estabelecer parâmetros objetivos para interpretação das cláusulas negociais e de seus pressupostos de revisão ou de resolução (art. 421-A do Código Civil).

Quando uma ou outra regra interpretativa não se encontra positivada por um ou outro código, tais regras são adotadas pelos intérpretes na forma de um percurso a ser seguido, isto é, de uma metodologia, capaz de esclarecer o conteúdo dos contratos. Chama a atenção que, vistas de forma conjunta, muitas dessas regras são a expressão legal dos métodos prescritos por Savigny³⁴⁷, no século XIX, a saber: literal, lógico, sistemático e histórico.

Um primeiro problema consiste no fato de que o conceito de “intenção comum” não é uniforme na doutrina. Para Francesco Messineo³⁴⁸, a intenção comum tem lugar quando duas declarações de vontade dirigem-se a um mesmo objeto, superando as diferenças entre os interesses buscados individualmente por cada um. Para Luigi Ferri³⁴⁹, a intenção comum deve ser buscada tendo em conta o tipo específico do contrato, pelo que a intenção comum é buscada mediante

347 SAVIGNY, Friedrich Carl Von. Op citada, vol. I, pp. 203-207.

348 MESSINEO, Francesco. *Dottrina generale del contratto*, Milano: Giuffrè, 1946, pp. 350-357

349 FERRI, Luigi. *Lezioni sul contratto: corso di diritto civile*, 2ª ed, Bologna: Zanichelli, 1982, p. 146

o sentido de cada declaração que o receptor deveria compreender segundo um padrão de diligência típico para a situação. Para a teoria preceptiva, conforme Luigi Mosco³⁵⁰, no entanto, a intenção comum não existe em termos subjetivos. Intenção comum é meramente o sentido das declarações expressas no contrato.

Na experiência brasileira, a busca pela intenção comum das partes ocorre por meio de um processo praticamente homogêneo, qualquer que seja a espécie do contrato. No primeiro estágio desse processo, colhe-se a evidência que demonstra a intenção comum das partes mediante o significado dos dispositivos contratuais. Parte-se da linguagem literal adotada no contrato, em atenção aos usos que a comunidade interpretativa do declarante atribui às palavras (interpretação subjetiva). Em seguida, conforme determina o cânone da boa-fé³⁵¹, se a verdadeira intenção da parte que conferiu a declaração foi contratualmente estabelecida ou admitida ao tempo da declaração, e a outra parte a compreendeu da mesma forma, essa intenção determina o conteúdo do contrato sem referência a qualquer outro parâmetro (interpretação objetiva). Da conjugação entre os cânones da vontade verdadeira e da boa-fé (artigos 112 e 113 do Código Civil), surge a necessidade de interpretar o contrato como um todo, isto é, com consideração às outras provisões contratuais; os propósitos econômicos do contrato, em atenção ao seu referencial socioeconômico e as circunstâncias específicas que circundam a execução do contrato, isto é, o contexto em que esse foi celebrado.

350 MOSCO, Luigi. *Principi sulla interpretazioni dei negozi giuridici*, Napoli: E. Jovene, 1952. p. 93

351 Em particular, na Alemanha, adota-se como base para o cumprimento do cânone da boa-fé a chamada “perspectiva objetiva do recipiente da declaração” (*Empfängerhorizont*), a qual, para além da minuta contratual, toma em consideração fatores como comunicações pré-contratuais, as práticas comuns do mercado, o propósito (causa) do contrato e as declarações das partes perante a corte. No Brasil, por outro lado, o cânone da boa-fé é atendido por referência ao modelo abstrato do “homem médio”, isto é, pela forma com que uma pessoa “normal e razoável” compreenderia as declarações de vontade, considerando as mesmas circunstâncias fáticas que o declarante e o receptor se encontravam. Cf: BUSCHE, Jan. *Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch*, Band 5.1, 7. Auflage, München: C.H Beck, 2018, nota 12 ao § 133; MARINO, Francisco Paulo De Crescenzo. *Interpretação do negócio jurídico*, São Paulo: Saraiva, 2011, p. 185.

Caso nenhuma evidência possa ser encontrada a partir da intenção comum das partes, os tribunais procedem à segunda fase da análise, que envolve a interpretação objetiva das disposições contratuais. O Código de Processo Civil aceita como prova de intenção todos os meios legais e moralmente legítimos, ainda que nele não contido (art. 369). Portanto, são admitidas como meio de prova da intenção, por exemplo: a opinião de um perito especialmente designado pelo tribunal, certificados oficiais, audiência das partes no tribunal e audiência das testemunhas. *E-mails*, minutas contratuais podem assim ser utilizados como meios de prova, mas também o questionamento direto às partes e de possíveis testemunhas. Assim, a peculiaridade do sistema jurídico brasileiro, que, em realidade, é praticamente a mesma de todos os sistemas jurídicos de derivação romanística, consiste na ampla admissibilidade de materiais externos no processo de interpretação, incluindo a vontade das partes, sua conduta subsequente e intenção declarada em documentos prévios.

O que se vê delinear, no âmbito da interpretação dos contratos no Brasil, são as características de um profundo formalismo e subjetivismo. Formalismo, pois o Código Civil insere no ordenamento os cânones de uma metodologia formulada no século XIX e os aplica a toda espécie de contrato ou negócio jurídico. Formalismo, ainda, porque, mesmo levando em consideração as desigualdades materialmente presentes nos casos concretos, os tribunais recorrem a parâmetros gerais e abstratos para aplicação dos cânones. Subjetivismo, pois, tendo por escopo alcançar a vontade real das partes, um dogma que, se não se encontra completamente superado, está profundamente modificado, as cortes recorrem a inúmeros expedientes processuais, muitas vezes lentos e custosos, para enfim determinar hipoteticamente a vontade das partes.

Diversa é a abordagem praticada pelos países de *common law*. No âmbito do direito inglês, a interpretação do contrato é um exercício objetivo baseado em identificar o significado das palavras que as partes quiseram atribuir para expressar suas intenções. Tal exercício também é baseado em cânones, chamados de “cânones de

construção” (*cannons of construction*), os quais estatuem, por exemplo, que termos específicos têm prioridade sobre termos gerais e que as cláusulas não são interpretadas de forma isolada, mas como parte de todo o documento. É de se notar que o termo *construction*, na *common law*, difere da *interpretation*. Essa designa a atividade de atribuir às cláusulas o significado previsto pelas partes, aquela também engloba a integração do conteúdo do contrato,

A objetividade da interpretação, nestes termos, significa que não é necessário considerar o que as partes pretenderam ou que quiseram que o contrato significasse, ou mesmo o que de fato acreditam que significava. Trata-se do significado das palavras conforme compreendido por uma *reasonable person*.

Conforme relatam Wolfgang Breyer, Júlio César Bueno, Brian Gaudet e Shy Jackson³⁵², é interessante notar que a objetividade do direito inglês, a qual se exprime mediante a eleição do contrato como ponto de partida e no significado literal das palavras conforme seu uso corrente, nem sempre teve os mesmos contornos. Na segunda metade do século XX, o direito inglês começou a considerar o contexto em que o contrato era realizado como relevante para a interpretação. Movia-se em direção a uma interpretação “menos literal”, na qual a Câmara dos Lordes (*House of Lords*) manifestava a “superação do tempo em que os acordos eram isolados dos fatos em que ele foram criados e interpretados puramente a partir de considerações linguísticas”³⁵³. Entretanto, percebeu-se que essa abordagem encontrava limitações, por exemplo, em acordos comerciais, culminando na admissão, por parte dos juízes, de sua falta de expertise para compreender as noções e os motivos pelas quais as partes entram em transações desta espécie. Os juízes, então, entenderam que não competia a eles determinar o que era comercialmente razoável ou não, impulsionando um novo movimento em direção a uma interpretação mais literal, com menos

352 BREYER, Wolfgang; BUENO, Júlio César; GAUDET, Brian; JACKSON, Shy. *What to the words mean: different approaches to the interpretation of contracts in The International Construction Law Review*, vol. 36, no. 2. 2019, p. 174

353 Cf: *Prenn vs Simmonds* [1971] 1WLR1381

ênfase no contexto comercial, embora mantendo o princípio da interpretação objetiva na determinação da intenção das partes.

De modo paradigmático, no caso *Rainy Sky AS VS Kookmin Bank*³⁵⁴, a Suprema Corte inglesa, na pessoa de Lord Clarke, sustentou que onde a linguagem utilizada pelas partes é imprecisa, o tribunal pode se distanciar de seu sentido natural em direção a um sentido alternativo, que reflita mais precisamente o que uma *reasonable person* com o conhecimento real e presumido das partes concluiria que as partes queriam dizer com a linguagem que usaram, mas que, todavia, isso não justificava a busca, por parte do tribunal, por falhas no contrato, de modo a facilitar o deslocamento do significado natural da linguagem utilizada. O mesmo princípio foi reafirmado em 2015, em *Arnold vs Britton*³⁵⁵, em 2015, no qual o juiz Lord Neuberger identificou sete fatores que afetavam a interpretação e afirmou que a confiança depositada no *commercial common sense* e nas circunstâncias factuais não deveriam ser invocadas para subestimar a importância da linguagem em que o contrato foi construído. Em seguida, complementa que a ausência de clareza não justifica que um tribunal embarque em uma busca por imprecisões na redação do contrato de modo a facilitar o desvio do sentido natural da linguagem. Também observou que, mesmo que o *commercial common sense*, seja um importante fator a ser considerado quando se interpreta um contrato, o tribunal deve ser muito cuidado ao rejeitar o significado natural das provisões contratuais como correto simplesmente porque aparente desvantajoso a uma das partes.

Nos Estados Unidos, outro sistema de *common law*, a experiência é bastante semelhante³⁵⁶: os tribunais, via de regra, determinam a intenção das partes de acordo com o significado gramatical simples (*plain meaning*) das palavras no contrato, independente da intenção

354 [2011] UKSC 50

355 [2015] UKSC 36

356 BREYER, Wolfgang; BUENO, Júlio César; GAUDET, Brian; JACKSON, Shy. *What to the words mean: different approaches to the interpretation of contracts in The International Construction Law Review*, vol. 36, no. 2. 2019, p. 178

subjetiva de cada uma das partes. Se a linguagem do contrato for imprecisa, admite-se o recurso aos usos e costumes (*custom and usage*), e se o significado simples das palavras não fizer sentido, pode o tribunal transpor, rejeitar ou suplementar as palavras para deixar o sentido do contrato mais claro. Porém, conforme a orientação do Tribunal de Nova Iorque, tal procedimento só é realizado quando a imprecisão conduz à sua inexecução no todo ou em parte.

Quando uma linguagem contratual é suscetível de ter mais de um sentido, é considerada ambígua. Nos Estados Unidos, compete aos tribunais decidir quando uma linguagem contratual é assim considerada, porém a decisão sobre o que significam esses termos ambíguos compete a um júri. Os tribunais identificam a presença de dois tipos de ambiguidade: a ambiguidade patente (*patent ambiguity*) e a ambiguidade latente (*latent ambiguity*). O tipo de ambiguidade é o que decidirá se os tribunais aceitarão evidências fora do contrato para determinar o seu conteúdo³⁵⁷.

A ambiguidade patente é aquela imediatamente aparente da leitura do contrato, por exemplo, quando as cláusulas expressam duas disposições contraditórias, por exemplo permitindo e depois proibindo algo. A ambiguidade latente é aquela não imediatamente aparente da leitura do contrato, mas que se torna ambígua por fatores externos.

Quando um tribunal decide que existe uma ambiguidade latente, competirá ao tribunal, cuja orientação pode não ser a mesma em todos os Estados, admitir ou não evidências extrínsecas (*parol evidence*) para determinar o conteúdo do contrato. Isso ocorre por conta da *Parol Evidence Rule*, espécie cânone interpretativo por meio do qual se proíbe a utilização de evidência externa ao contrato escrito quando este se pretende como a expressão completa e final do acordo³⁵⁸.

357 *idem*, pp. 178-179

358 A doutrina comumente divide a *Parol Evidence Rule* de acordo com a flexibilidade de sua aplicação: a aplicação estrita da *Parol Evidence Rule* (*hard-PER*) consiste na exclusão da evidência extrínseca e apoia-se inteiramente no contrato escrito, enquanto na aplicação flexível (*soft-PER*) admite-se tanto a evidência escrita quanto a extrínseca. Cf.: POSNER, Eric A. *Parol Evidence Rule, the Plain Meaning Rule, and the*

Ao cânone da *Parol Evidence Rule*, somam-se aqueles da interpretação contra aquele que redigiu o contrato, correspondente ao *contra proferentem* do direito inglês; o de que a interpretação deve ser realizada de modo a não considerar nenhum elemento como supérfluo; e aquele que impele a considerar a ausência de um item, quando outros do mesmo gênero estiverem presentes na cláusula, como querida pelas partes (*ejusdem generis*).

De tais características, percebe-se que o modelo interpretativo dos sistemas jurídicos de *common law* é objetivo e textualista. Objetivo, pois não se preocupa em determinar a vontade real das partes, ou melhor, preocupa-se apenas com a vontade real conforme o termo contratual. Textualista, pois, ao contrário do que ocorre na experiência brasileira ou em outros sistemas jurídicos de tradição romanística, a ênfase recai mais sobre o significado literal da linguagem do que sobre a “intenção nelas consubstanciada”. Embora tanto em um como em outro sistema o significado literal do contrato é tomado como ponto de partida, acabam por divergir em suas soluções quando o sentido do contrato é ambíguo.

Considerando os problemas particulares aos contratos de M&A enunciados no tópico precedente, comparo as metodologias de interpretação praticadas em um e outro sistema, não tanto para afirmar uma “superioridade intrínseca” da *common law* sobre a *civil law* na resolução desses problemas, quanto para questionar qual a aptidão dos cânones interpretativos positivados nos códigos do direito privado para resolvê-los.

Tomemos como exemplo o primeiro problema, relativo à ausência de tipificação dos contratos de M&A no Brasil. A dialética entre a eleição de um ordenamento jurídico sem uma disciplina específica para os contratos de M&A e a sua origem na *common law* suscita um importante problema interpretativo quando as partes pactuam termos como “*this contract shall be governed and interpreted by the Laws of the Federative Republic Brazil*”. Ora, considerando a ausência

Principles of Contractual Interpretation in University of Pennsylvania Law Review, vol. 146, no. 533, 1997, pp. 533-577

de regulação legal deste tipo contratual, essa referência cai em uma espécie de vazio, considerando que não há uma disciplina específica para regular a alienação das participações societárias no Brasil.

Traduzida literalmente, essa disposição diz que o contrato deve ser regido (*governed*) e interpretado (*interpreted*) pelas leis brasileiras. Entretanto, os dispositivos contidos nos contratos de M&A são feitos e pensados para não ser integrados por uma disciplina legal. São contratos que, na realidade, pretendem-se autossuficientes, onde quer que tenham sido celebrados. Disso, emana um paradoxo hermenêutico: um contrato escrito e pensado segundo categorias da *common law* deve ser interpretado em um ordenamento jurídico diverso. A função do intérprete, no caso, tem a missão de decodificar o texto contratual pensado segundo as categorias do direito anglo-saxão e requalificá-lo segundo o direito brasileiro. Cuida-se, em última instância, de propiciar que o contrato estrangeiro encontre moradia no ordenamento jurídico pátrio.

Na prática, para superar essa classe de problemas, as partes pactuam cláusulas interpretativas para pré-determinar o significado dos termos contratuais e, com isso, superar quaisquer obstáculos impostos pela legislação nacional. Essa solução foi acolhida expressamente pelo direito brasileiro: “*Art. 421-A. Os contratos civis e empresariais presumem-se paritários e simétricos até a presença de elementos concretos que justifiquem o afastamento dessa presunção, ressalvados os regimes jurídicos previstos em leis especiais, garantido também que: I - as partes negociantes poderão estabelecer parâmetros objetivos para a interpretação das cláusulas negociais e de seus pressupostos de revisão ou de resolução*”.

À primeira vista, pode-se pensar que o cânone estabelecido no art. 421-A do Código Civil é adequado e eficiente para resolver o problema da ausência de regulação dos contratos de M&A no Brasil. Contudo, deve-se rejeitar tal afirmativa, pois, o que o cânone realmente revela é o reconhecimento da autossuficiência e a desnecessidade de integração do contrato pelo direito nacional. De fato, nenhum problema interpretativo como a resolução de uma ambigüidade ou

a validade de uma cláusula perante o ordenamento jurídico pátrio é solucionado mediante o apelo a tal cânone.

Também outros cânones pouco ou nada contribuem para a resolução eficiente do problema da determinação da vontade das partes em contratos de M&A. Tomemos, como outro exemplo, os contratos preliminares em operações de M&A, tais como o *Memorandum of Understandings* (MoU) ou a *Letter of Intent* (LOI), em vista dos cânones da prevalência da intenção das partes sobre o sentido literal da linguagem (art. 112) e o da boa-fé (art. 113), que fundamentam a admissão de uma larga base de prova da intenção das partes.

Na prática, tanto o MoU como a LOI têm a função de servir como instrumento para a negociação dos termos contratuais de forma preliminar e não definitiva. É sabido pelas partes que, devido à complexidade das operações, os interesses e expectativas envolvidos não se mantêm estáveis até a conclusão e execução do contrato final. Em outras palavras: tais contratos são desenhados para comportar a instabilidade de interesses das partes, de modo a possibilitar que as declarações de vontade sejam sempre provisórias, senão quando afirmadas no contrato final.

Apesar disso, em caso de litígio, tais documentos, somados ainda a e-mails, testemunhas e audiência direta das partes, seriam de fato admitidos por um tribunal brasileiro para determinar a vontade das partes, em função da aplicação dos cânones interpretativos contidos nos artigos 112 e 113. A partir disso, dois seriam os resultados possíveis: (1) após análise cuidadosa dos documentos, o tribunal concluirá que tais documentos não devem ser considerados para determinar a vontade das partes; ou (2) o tribunal utilizará esses documentos para determinar a vontade das partes. No primeiro caso, terá produzido uma solução ineficiente, pois terá produzido uma grande quantidade de custos para se chegar a um idêntico resultado caso não os admitissem na análise, e no segundo caso, se encontrará sujeito a erros judiciais, podendo considerar como incorporadas ao contrato certas declarações que as partes não quiseram, mas que, ao final, podem vir a favorecer uma das partes.

Outros cânones, no entanto, contidos nos incisos I e II do mesmo artigo 113 do Código Civil, incluídos pela Lei nº 13.874, de 2019, chamam a atenção por sua semelhança com alguns parágrafos do *Uniform Commercial Code* (§2-204) dos Estados Unidos, além da incorporação do princípio *contra proferentem*, no inciso IV. Conforme segue:

“Art. 113. Os negócios jurídicos devem ser interpretados conforme a boa-fé e os usos do lugar de sua celebração. § 1º A interpretação do negócio jurídico deve lhe atribuir o sentido que:

I - for confirmado pelo comportamento das partes posterior à celebração do negócio;

II - corresponder aos usos, costumes e práticas do mercado relativas ao tipo de negócio;

III - corresponder à boa-fé;

IV - for mais benéfico à parte que não redigiu o dispositivo, se identificável; e

V - corresponder a qual seria a razoável negociação das partes sobre a questão discutida, inferida das demais disposições do negócio e da racionalidade econômica das partes, consideradas as informações disponíveis no momento de sua celebração” (destaques são meus)

“§ 2-202. Final Written Expression: Parol or Extrinsic Evidence.

Terms with respect to which the confirmatory memoranda of the parties agree or which are otherwise set forth in a writing intended by the parties as a final expression of their agreement with respect to such terms as are included therein may not be contradicted by evidence of any prior agreement or of a contemporaneous oral agreement but may be explained or supplemented

(a) by course of dealing or usage of trade (Section 1-205) or by course of performance (Section 2-208); and

(b) by evidence of consistent additional terms unless the court finds the writing to have been intended also as a complete and exclusive statement of the terms of the agreement .” (destaques são meus)

Conforme se verá a seguir, também tais cânones são considerados ineficientes pelos autores de *Law and Economics* nos Estados Unidos para resolução dos problemas ligados aos contratos de M&A e de contratos comerciais complexos.

3.2 EM BUSCA DE UM NOVO PARADIGMA: LAW AND ECONOMICS E A SUPERAÇÃO DOS CÂNONES DE INTERPRETAÇÃO

Sob a perspectiva da *Law and Economics* a interpretação contratual, que inclui a atividade de completar lacunas, solucionar ambiguidades e desconsiderar a linguagem literal quando conveniente, cumpre a função de transformar o contrato que as partes elaboram para sua aplicação pelos tribunais. Não é a interpretação, na ótica da *Law and Economics*, uma atividade para se alcançar a verdadeira intenção das partes, mas ferramenta para o maior alcance da eficiência. Por exemplo, se for considerado eficiente interpretar um termo contratual em determinado sentido, as partes não precisarão incorrer nos custos de especificar como o termo deve ser interpretado no contrato, assumindo que podem confiar ao tribunal a tarefa de interpretação nessa direção. Assim, dado um modo de interpretação, as partes escreverão o contrato de forma eficiente, ora incorrendo nos custos de provisionar certo evento, ora se abstendo³⁵⁹.

Nesse sentido, para os autores de *Law and Economics* a questão de se os cânones de interpretação devem ser obrigatórios ou convencionais perpassa a questão dos custos envolvidos. Por certo, existe uma orientação geral dos autores de que as regras de interpretação devem ser convencionais, contratadas pelas partes, porque as regras obrigatórias acabam por desconsiderar a vontade das partes, muitas vezes impondo-lhes obrigações que não quiseram, de fato, assumir. Contudo, em vez de tomar isso como uma verdade a ser positivada em lei, os autores entendem que há vantagens em adotar regras obrigatórias de interpretação quando se verifica, entre as

359 KAPLOW, Louis; SHAVELL, Steven. *Economic Analysis of Law*, cit., pp. 1707-1708

partes, a presença de assimetrias de informação ou quando o contrato incide sobre o interesse de terceiros.

Veja-se, como exemplo, a abordagem da *Law and Economics* quanto à resolução de ambigüidades contratuais, aplicada ao contexto norte-americano. Richard Posner³⁶⁰ descreve que há cinco formas pelas quais os tribunais podem resolver as ambigüidades contratuais: (1) tentando determinar o que as partes quiseram dizer, isto é, assumir que o imbróglcio interpretativo foi resolvido durante as negociações, mas não foi expresso claramente; (2) tentar determinar que resolução as partes teriam concordado em realizar caso o problema houvesse ocorrido no curso da negociação dos contratos; (3) escolher a solução economicamente mais eficiente, sob a assunção de que é provavelmente aquela que as partes pretenderam, ou ao menos pretenderiam caso houvessem pensado no problema. Tal solução, segundo Posner, é especialmente útil quando a verdadeira intenção das partes não puder ser recuperada e a questão se volta sobre uma vontade hipotética; (4) tratar o caso como um *toss-up* e aplicar alguma regra para quebrar as relações, como a que as ambigüidades serão resolvidas contra quem escreveu o contrato; ou (5) combinar 1 e 4, estatuidando que um contrato escrito é o contrato final e nenhuma outra evidência é necessária além do texto. Este é o método textualista, do qual já se falou.

Richard Posner³⁶¹ prossegue em sua discussão explicando que cada uma dessas abordagens é dotada de benefícios e custos. A primeira, que coincide com aquela praticada no Brasil, é a que contempla os maiores custos, mas também, segundo ele, os maiores benefícios. Os benefícios da segunda, quando comparados com os da primeira, são menores, mas também são menores os custos. A terceira abordagem, segundo ele, pode parecer aquela que confere os maiores benefícios porque produz a interpretação mais eficiente. Todavia, explica que se as partes são os melhores juizes de seus próprios interesses do que os tribunais – afirmação que ele julga verdadeira

360 POSNER, Richard. *The Law and Economics of Contract Interpretation* in Texas Law Review, vol. 83, no. 06, 2005, p. 1590

361 _idem, pp. 1591-1592.

- então suas intenções, quer sejam elas as intenções verdadeiras ou hipotéticas, propiciarão melhor guia para quais os termos eficientes do que uma tentativa dos tribunais de determiná-las diretamente. Acrescenta, ainda, que resolver uma ambiguidade ao adivinhar qual interpretação seria a mais eficiente seria o segundo melhor método de interpretação. O melhor, quando pode ser realizado a um custo razoável, seria determinar o significado do contrato conforme o que as partes entenderam ou entenderiam se tivessem pensado no problema.

Percebe-se, sob tal perspectiva, que o melhor método de interpretação, não é simplesmente aquele mais capaz de descortinar a vontade real das partes, mas sim aquele que minimiza a soma dos custos que as partes arcam com a redação do contrato e as perdas incorridas com a execução ineficiente dos contratos.

Por sua vez, esses métodos de resolução de ambiguidade se relacionam com o paradigma do contrato incompleto da seguinte forma: admitir que um contrato é incompleto implica também em admitir que a vontade das partes é incerta, ou, ao menos, controvertida. Assim, a determinação da intenção verdadeira das partes se torna muito custosa ou até não-existente³⁶². Por isso, a melhor solução acaba por ser a vontade hipotética ou presumida. Sob essa abordagem, os tribunais adotam a metodologia de interpretação que as partes adotariam caso tivessem negociado sobre ela. Uma variante comum é a chamada *majoritarian default approach*, por meio da qual os tribunais tentam identificar qual a metodologia a maioria das partes adotaria.

A determinação da vontade hipotética ou majoritária, no âmbito da Análise Econômica do Direito, é feita por duas metodologias. Na primeira, os tribunais presumem que contratar de modo completo é possível e desejável. Essa presunção tem um componente de ordem positiva e um outro de ordem negativa. O componente positivo consiste na presunção de que as cláusulas contratuais, interpretadas genericamente, são os elementos que mais se aproximam da intenção das partes, pela qual se cria um contrato completo. Essa metodologia

362 COHEN, George M. Op. Citada, p. 130.

é precisamente o textualismo ou literalismo de que já se falou. O componente negativo consiste na presunção de que, se as partes não escreveram um contrato completo, a incompletude é ineficiente, quer intencional ou estratégica, e então a abordagem do tribunal deve ser impedir esse comportamento e incentivar a contratação completa³⁶³. Em tal abordagem, privilegia-se uma aplicação estrita da *Parol Evidence Rule*.

A segunda metodologia de interpretação envolve a presunção de que a incompletude contratual é inescapável ou indesejável. Os tribunais, então, completam as lacunas ou interpretam os termos contratuais presumindo o que as partes quiseram contratar com referência a algum padrão externo aos termos expressos³⁶⁴. Essa metodologia é precisamente aquela do contextualismo - embora o contextualismo não seja uma metodologia única - a qual privilegia a aplicação flexível da *Parol Evidence Rule*.

No caso de contratos complexos - como o são os contratos de M&A - a discussão dos autores de *Law and Economics* se desenvolve precisamente para abarcar os benefícios e os custos de uma aplicação estrita ou flexível da *Parol Evidence Rule*. Defensores de uma aplicação flexível da *Parol Evidence Rule* em contratos de M&A argumentam que, devido ao grande número de declarações realizadas nas fases preliminares de negociação, diversas delas não são incorporadas ao contrato. Admitem que, em função da idiosincrasia dos termos contratuais, é provável que ocorram erros judiciais na execução desses termos e que, por conta do alto valor das transações, tais erros acarretam grandes custos. Entretanto, ponderam que, mesmo assim, a complexidade do contrato normalmente significa que as partes enfrentam grandes custos de transação, pelo que os benefícios de uma aplicação estrita da *Parol Evidence Rule* podem não ser obtidos³⁶⁵.

A explicação parte do seguinte modelo de raciocínio: em contratos complexos, após uma série de negociações, os vendedores

363 *idem*, pp. 130-131

364 *idem*, p. 131

365 POSNER, Eric A. Op. Cit., p. 556

realizam uma série de declarações, incluindo série de promessas e isenções de responsabilidade (a qual podemos chamar de “D”). O contrato consiste em um subconjunto dessas declarações (ao qual chamaremos de “C”). As declarações de C são todas as declarações de D que as partes pretendem que sejam executadas. O conjunto C é naturalmente menor que o conjunto D, pois durante a fase de negociações, os vendedores fazem diversas propostas, algumas aceitas pelos compradores, outras por eles rejeitadas, e algumas, ainda, retiradas pelos vendedores antes que o comprador possa aceitar ou concluir as negociações³⁶⁶. Assim, pode-se chamar as declarações que foram feitas, mas não incluídas no contrato, de C’. Uma vez que partes reduzem C a termo escrito, formam um subconjunto “E”, mas como também emitem outras declarações que integram o contrato, mas não estão escritas, que podem ser chamadas de E’. As declarações contidas em E são menores do que C, porque é custoso escrever todas as declarações no contrato e porque, em certo ponto, os custos marginais de escrever uma declaração adicional excedem qualquer benefício marginal de escrevê-lo³⁶⁷.

Em uma aplicação estrita da *Parol Evidence Rule*, todas as declarações contidas em E e nenhuma declaração contida em E’ ou C’ seria considerada pelo tribunal, enquanto em uma aplicação flexível da *Parol Evidence Rule*, todas as declarações contidas em E e E’ seriam consideradas (isto é, a totalidade de C), mas nenhuma de C’. Se os tribunais nunca cometessem erros, a aplicação flexível da *Parol Evidence Rule* seria sempre preferível, pois permitiria aos tribunais avaliar a totalidade das evidências. Entretanto, a aplicação estrita da

366 Lembrando-se que, conforme o Código Civil, a proposta é obrigatória para o proponente (art. 427), porém, deixa de ser obrigatória nos seguintes termos do art. 428 do Código Civil: “I - se, feita sem prazo a pessoa presente, não foi imediatamente aceita. Considera-se também presente a pessoa que contrata por telefone ou por meio de comunicação semelhante; II - se, feita sem prazo a pessoa ausente, tiver decorrido tempo suficiente para chegar a resposta ao conhecimento do proponente; III - se, feita a pessoa ausente, não tiver sido expedida a resposta dentro do prazo dado; IV - se, antes dela, ou simultaneamente, chegar ao conhecimento da outra parte a retratação do proponente”

367 POSNER, Eric A. Op. Cit., pp. 540-541

Parol Evidence Rule ganha relevância sob a assunção de que os tribunais erram³⁶⁸.

Tribunais erram de modo característico em cada versão da *Parol Evidence Rule*. Sob a aplicação flexível da *Parol Evidence Rule*, os tribunais erram ao executar declarações não incorporadas ao contrato (C', no modelo), pois encontram dificuldades em determinar quais declarações integram ou não o contrato. Em uma aplicação estrita da *Parol Evidence Rule*, os tribunais erram ao potencialmente se recusarem a executar declarações contidas em E', que integram o contrato, mesmo que não escritas. A perda esperada de cada erro é produto do erro característico, e os ganhos contratuais não são capturados em função desse erro³⁶⁹.

O paradigma também considera como relevantes os custos que as partes têm ao escrever as declarações, incluindo os custos de lembrar de reduzi-las a termo escrito e controlar seus potenciais erros (custos de transação). Em um caso que os custos de transação são zero, no caso da aplicação estrita da *Parol Evidence Rule*, as partes podem escolher ou não reduzir uma declaração a termo escrito. Se não a escreverem, não será executada, e perderão os ganhos da negociação. Mas, se a escreverem, será, com certeza executada. Como em tal cenário hipotético não há nenhum custo às partes ao escrever a declaração, as partes incluem todas as declarações no contrato escrito, e as declarações são executadas com precisão perfeita. Sob a aplicação flexível da *Parol Evidence Rule*, em tal hipótese, as partes teriam a mesma escolha, mas nada ganhariam ao escreverem as declarações, pelo que decidem não as escrever. Entretanto, como sob a aplicação flexível da *Parol Evidence Rule* os tribunais erroneamente executam declarações não incorporadas ao contrato, e assim falham ao executar certas declarações contratuais não escritas (E', no modelo), os ganhos não são totalmente realizados. Daí que, quando os custos de transação

368 _idem, p. 542

369 _idem, pp. 542-543

são iguais a zero, a aplicação estrita da *Parol Evidence Rule* se sobrepõe à sua aplicação flexível³⁷⁰.

A análise, no entanto, ganha complexidade quando os custos de transação são maiores do que zero, tomando-se em conta fatores como a comparação entre os custos de transação e o valor das declarações, bem como a probabilidade de um erro do tribunal, o qual, naturalmente, leva em conta características como a complexidade do contrato. Como regra, tem-se que o cálculo do tratamento ideal da *Parol Evidence Rule* toma em conta dois fatores: o montante de custos que as partes incorrem quando reduzem a declaração a termo escrito; e o valor que a declaração contribui para o valor do contrato, descontada pela probabilidade de uma correta decisão judicial em caso de disputa. Quando o valor do primeiro é alto, e o segundo é baixo, privilegia-se a aplicação flexível da *Parol Evidence Rule*, pois ela permite a execução da declaração, mesmo que de forma não totalmente precisa. Quando o valor do primeiro é baixo, e o do segundo é alto, privilegia-se a aplicação estrita da *Parol Evidence Rule*, pois permite que as partes assegurem a execução das declarações ao reduzi-las a termo escrito³⁷¹.

O modelo também trabalha com outra classe de generalizações e presunções. A primeira é a de que os custos de transação tendem a ser mais altos quando as partes são agentes econômicos pouco sofisticados ou quando o contrato é complexo. Partes pouco sofisticadas incorrem em altos custos de transação porque podem não ter conhecimento legal ou porque não possuem a experiência determinar os termos escritos. Em contratos complexos, as partes incorrem em altos custos de transação, pois tem de se lembrar de incluir um grande número de declarações no contrato escrito. A segunda é a de que a probabilidade de um erro judicial ocorrer é maior quando o contrato não é convencional, pois os tribunais trabalham melhor em executar termos contratuais que já conhecem do que aqueles que não conhecem³⁷².

370 *idem*, pp. 543-544

371 *idem*, p. 546

372 *idem*, p. 553

Como resultado, chega-se a constatação de que quando os contratos são convencionais e complexos, a aplicação flexível da *Parol Evidence Rule* é ideal, pois a complexidade ou a falta de sofisticação das partes as previne de reduzir o contrato a termo escrito, enquanto a convencionalidade do contrato sugere que a probabilidade do erro será baixa. Quando os contratos são pouco convencionais, mas simples ou as partes são sofisticadas, a aplicação estrita da *Parol Evidence Rule* é ideal, pois a simplicidade ou sofisticação sugere que as partes podem tranquilamente reduzir o contrato a termo escrito, antecipando-se à chance de um erro judicial causado por um contrato pouco convencional. Todavia, não se chega a uma resposta clara de qual fator prevalece em contratos convencionais, simples ou formados por agentes econômicos sofisticados, e em contratos pouco convencionais, complexos ou formado por agentes econômicos pouco sofisticados, pois não se pode ter certeza de qual valor deve prevalecer³⁷³.

É interessante notar que, a despeito de tais considerações, como se disse, a orientação atual do *Uniform Commercial Code* (§2-202) dos Estados Unidos é no sentido de uma aplicação flexível da *Parol Evidence Rule*, privilegiando-se uma abordagem de tipo contextualista. Também, quanto aos cânones de interpretação, embora a literatura especializada³⁷⁴ seja incerta se essas regras são ou não obrigatórias no sentido formal da palavra, admitem que são regras difíceis de serem evadidas.

A razão para essa orientação, segundo Schwarz e Scott³⁷⁵, consiste em uma visão “paternalista” adotada pelo Estado, o qual se coloca na posição de garantidor do bem-estar dos indivíduos. Razão essa que não se sustenta quando se trata de agentes econômicos sofisticados, pois, se por um lado, existem regras obrigatórias de direito contratual que encontram fundamento econômico na prevenção de externalidades

373 *idem*, pp. 553-55

374 Cf: SNYDER, David V. *Language and Formalities in Commercial Contracts: A Defense of Custom and Conduct* in *Southern Methodist University Law Review*, Vol. 54, no. 02, 2001, pp. 617-654; BEN-SHAHAR, Omri. *The Tentative Case Against Flexibility in Commercial Law* in *University of Chicago Law Review*, Vol. 66, no. 03, 1999, pp. 781-820

375 SCHWARTZ, Alan; SCOTT, Robert. E, Op. Cit., pp. 610-611

(*e.g.*, determinação de preço) ou para prevenir falhas de mercado não sanáveis pela divulgação de informações (*e.g.*, a presunção de que os consumidores não estão bem informados sobre os defeitos dos produtos), por outro, agentes econômicos bem informados têm boas razões para tanto quando inserem uma determinada cláusula no contrato.

Em contratos de M&A, essa verdade torna-se ainda mais patente. As cláusulas, mesmo que em larga medida padronizadas, são extensamente negociadas pelas partes, comportando variações para atender às necessidades específicas da operação. O frequente envolvimento de agentes econômicos sofisticados na elaboração dos termos contratuais - muitos deles *experts* nesse tipo de operação - elidem qualquer presunção de incapacidade de compreender por si mesmos a ambiguidades propositalmente introduzidas e os seus efeitos.

Sumariamente, sob a ótica da *Law and Economics*, a interpretação dos contratos de M&A deve, como regra: (i) prescindir de cânones obrigatórios de interpretação; (ii) limitar-se ao conteúdo das disposições escritas no contrato final; (iii) interpretar os dispositivos contratuais pela significação literal dos termos em linguagem corrente, isto é, desconsiderando-se eventual acepção técnica dos termos no contexto em que foram redigidos; e (iv) ater-se às regras de interpretação convencionadas pelas partes.

Resta, assim, consagrada a inadequação dos tradicionais cânones de interpretação aos contratos de M&A.

4. CONCLUSÃO

A história do direito civil registra uma inflexão no regime jurídico dos contratos, fruto da crise do liberalismo no século XX e do dogma da senhoria da vontade, a partir da qual ganha força a figura do contrato enquanto vontade declarada, destinado a viabilizar a confiança no conteúdo objetivo das declarações em detrimento do

subjetivismo do dogma da autonomia da vontade. Subsequentemente, passou-se a despender maior atenção às desigualdades materiais nas relações jurídicas entre os entes privados, desta derivando restrições ao papel do acordo, e a regulamentação imperativa do contrato, diante, por exemplo, da disciplina unilateral dos ofertantes em contratos de massa. Não obstante, perdura, na atualidade, a aplicação de cânones de interpretação elaborados quando vigorava o dogma da vontade.

Sob esse pano de fundo, a complexa realidade econômica das operações de M&A, as diferenças materiais em jogo e os propósitos específicos exercidos pelos contratos que intitulam juridicamente essas operações, confrontados com os cânones tradicionais de interpretação revelaram conclusões, as quais sumarizo:

- i. As cláusulas tipicamente contidas nos contratos de M&A, de forma conjunta ou separada, cumprem as funções econômicas de especificação (do preço, da estrutura da operação e dos negócios incluídos ou excluídos), alocação de riscos, administração de processos, controle e partilha de informação, prestação de serviços e resolução de disputas.
- ii. A especificidade dos contratos de M&A, incluindo o fato de serem contratos formados por agentes econômicos sofisticados, suscitam problemas particulares quanto à metodologia de interpretação adequada. Tais problemas incidem sobre a execução dos contratos em ordens jurídicas que não o regulam expressamente; na ambiguidade e entrelaçamento das cláusulas; e no desvelamento do conteúdo semântico das cláusulas e na tradução de seus propósitos econômicos em termos juridicamente executáveis pelos tribunais.
- iii. Os sistemas jurídicos de tradição romanística (*civil law*) conservam uma tendência a positivar os cânones de interpretação nos códigos de direito privado. Tais cânones refletem métodos

de interpretação subjetiva: 1) busca pela vontade verdadeira, no lugar da interpretação literal do contrato; 2) o contrato deve ser interpretado sistematicamente, isto é, considerada a interrelação das cláusulas; e 3) na dúvida, em um contrato pré-determinado por uma das partes, deve-se interpretar a favor da outra parte. São regras de interpretação objetiva, por outro lado: a) o contrato deve ser interpretado conforme a boa-fé e os usos do lugar de sua celebração; b) a interpretação deve conduzir à conservação dos efeitos do contrato; c) nas cláusulas ambíguas, as expressões devem ser entendidas no sentido mais conveniente à natureza do objeto e do contrato; d) não se pode interpretar cláusulas claras e precisas sob pena de desnaturação do contrato; e e) as partes negociantes poderão estabelecer parâmetros objetivos para interpretação das cláusulas negociais e de seus pressupostos de revisão ou de resolução. Ostentam, portanto, as características de subjetivismo e formalismo.

- iv. Os sistemas jurídicos de *common law* também possuem cânones de interpretação (*cannons of construction*). São eles: 1) termos específicos devem prevalecer sobre os termos gerais; 2) as cláusulas devem ser interpretadas em consideração à totalidade do contrato; 3) as cláusulas devem ser interpretadas contra quem as redigiu (*contra proferentem*); 4) nenhum elemento do contrato deve ser considerado supérfluo; 5) a ausência de um item em uma cláusula, quando outros do mesmo gênero estiverem presentes, deve ser reputada como querida pelas partes (*ejusdem generis*). Há ainda o importante cânone da *Parol Evidence Rule*, o qual prevê a limitação da utilização de evidência externa ao contrato escrito quando este se pretende como a expressão completa e final do acordo. Não obstante, tal regra pode ser aplicada de modo flexível, permitindo

o uso de evidência externa, ou rígida, proibindo esse uso simplesmente. Os sistemas de *common law* possuem as características do objetivismo e textualismo.

- v. Os incisos I e II do §1º do artigo 113 do Código Civil brasileiro, introduzidos pela Lei nº 13.874, de 2019 guardam paralelo com alguns cânones contidos no *Uniform Commercial Code* (§2-204) dos Estados Unidos. Tais cânones referem-se à interpretação dos termos conforme o comportamento posterior das partes e conforme os usos e costumes negociais, revelando uma comum orientação contextualista na interpretação de contratos mercantis. Não obstante, a aplicação desses cânones, como os demais, em contratos de M&A ou contratos comerciais complexos são reputados como ineficientes por autores de *Law and Economics*.
- vi. A interpretação, sob a perspectiva da *Law and Economics*, não é uma atividade destinada a buscar a vontade das partes, mas ferramenta para a busca da solução mais eficiente, considerados os benefícios e custos produzidos.
- vii. Em contratos de M&A, autores de *Law and Economics* concluem que uma abordagem do tipo textualista, com uma rígida aplicação da *Parol Evidence Rule*, é a que produz resultados mais eficientes em contratos de M&A. A interpretação de tais contratos deve assim: 1) prescindir de cânones obrigatórios de interpretação; 2) limitar-se ao conteúdo das disposições escritas no contrato final; 3) interpretar os dispositivos contratuais pela significação literal dos termos em linguagem corrente, isto é, desconsiderando-se eventual acepção técnica dos termos no contexto em que foram redigidos; e 4) ater-se às regras de interpretação convencionadas pelas partes; e, por fim

viii. Os cânones de interpretação do direito civil são inadequados para interpretação dos contratos de M&A. Além de ineficientes do ponto de vista econômico para resolver a ambiguidade das cláusulas, em nada auxiliam na melhor compreensão do seu conteúdo semântico, para decodificação das categorias do direito anglo-saxão e sua requalificação conforme o direito local ou para transposição dos propósitos econômicos em linguagem que permita a sua execução jurídica pelos tribunais, em caso de litígio.

REFERÊNCIAS

AMERICAN BAR ASSOCIATION. *Model Stock Purchase Agreement with Commentary*. 2nd ed, 2010.

BEN-SHAHAR, Omri. *The Tentative Case Against Flexibility in Commercial Law* in *University of Chicago Law Review*, Vol. 66, no. 03, 1999, pp. 781-820.

BETTI, Emilio. *Teoria generale del negozio giuridico*, in *Trattato do Diritto Civile Italiano*, diretta da Giorgio Vassalli, Torino: UTET, 1952.

BIANCA, Cesare M. *Diritto Civile, III: Il Contratto*. 2° ed. Milano: Giuffrè, 2000.

BREYER, Wolfgang; BUENO, Júlio César; GAUDET, Brian; JACKSON, Shy. *What to the words mean: different approaches to the interpretation of contracts* in *The International Construction Law Review*, vol. 36, no. 2. 2019.

BRUTTI, Massimo. *Interpretare i contratti: la tradizione, le regole*. Roma: G. Giappichelli, 2017.

BUSCHE, Jan. *Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch*, Band 5.1, 7. Auflage, München: C.H Beck, 2018.

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

CHARNY, David. *Hypothetical Bargains: The Normative Structure of Contract Interpretation* in *Michigan Law Review*, vol. 89, no. 7, 1991, pp. 1815–1879.

COATES IV, John C. *Contracts: Purposes, Types, Regulation, and Patterns of Practice* in *Harvard John M. Olin Discussion Paper Series*, Paper No. 825, Apr. 2015.

COHEN, George M. *Interpretation and implied terms in contract law* in DE GEEST, Gerrit (ed.) *Encyclopedia of Law and Economics: Contract Law and Economics*, Vol. 6, 2nd ed. Cheltenham and Northampton: Elgar, 2011

DOUGLAS BERNHEIM, B.; WHINSTON, Michael D. *Incomplete Contracts and Strategic Ambiguity* in *The American Economic Review*, vol. 88, no. 04, 1998, pp. 902-932.

ENGELHARDT, Clemens. *Mergers & Acquisitions: Strategien, Abläufe und Begriffe im Unternehmenskauf*. Wiesbaden: Springer, 2017.

FERRI, Luigi. *Lezioni sul contratto: corso di diritto civile*, 2^a ed, Bologna: Zanichelli, 1982.

GALGANO, Francesco. *Diritto Privato*. 18^o ed. Milano: CEDAM, 2019.

GILMORE, *The Death of Contract*, 2nd ed. Columbus: Ohio State University Press, 1995.

GOMES, Orlando. *Contratos*. 24^a ed. Rio de Janeiro, 2001.

GRAZIADEI, Michele. *Comparative Law, Transplants and Receptions*, in REIMANN, Mathias; ZIMMERMANN, Reinhard (Orgs). *The Oxford Handbook of Comparative Law*. 2nd ed. Oxford: Oxford University Press, 2019. Pp. 442-474.

HERMALIN, Benjamin; KATZ, Michael L. *Judicial Modification of Contracts between Sophisticated Parties: A More Complete View of Incomplete Contracts and their Breach* in *Journal of Law, Economics and Organization*, vol. 9, no.2, pp. 230–255.

HILL, Claire A.; KING, Christopher. *How Do German Contracts Do as Much with Fewer Words?*, vol. 79, *Chicago-Kent Law Review*, 2004, pp. 889-926.

KAPLOW, Louis; SHAVELL, Steven. *Economic Analysis of Law* in AUERBACH, Alan J.; FELDSTEIN, Martin (Editors) *Handbook of Public Economics*, vol. 3, Amsterdam, London and New York: Elsevier, 2002.

KLEIN, Benjamin; LEFFLER, Keith B. *The Role of Market Forces in Assuring Contractual Performance*, vol. 89, *Journal of Political Economy*, 1981, no. 04, pp. 615-641.

MAKOWSKI, Louis; OSTROY, Joseph M. *Perfect Competition and the Creativity of the Market* in *Journal of Economic Literature*, vol. 39, no. 2 (Jun., 2001), pp. 479-535

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

MESSINEO, Francesco. *Dottrina generale del contratto*, Milano: Giuffrè, 1946.

MOSCO, Luigi. *Principi sulla interpretazioni dei negozi giuridici*, Napoli: E. Jovene, 1952.

POSNER, Eric A. *Parol Evidence Rule, the Plain Meaning Rule, and the Principles of Contractual Interpretation* in *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 146, no. 533, 1997, pp. 533-577.

POSNER, Richard. *The Law and Economics of Contract Interpretation* in *Texas Law Review*, vol. 83, no. 06, 2005, pp. 1581-1614.

ROPPO, Enzo. *O contrato*, traduzido por Ana Coimbra e M. Januário C. Gomes, Coimbra: Almedina, 2009.

SANTORO-PASSARELLI. *Libertà e autorità nel diritto civile*. Padova: CEDAM, 1997.

SAVIGNY, Friedrich Carl von. *Sistema del diritto romano attuale*, traduzione italiana di V. Scialoja, vols. I, III, Torino: 1990.

SCHWARTZ, Alan; SCOTT, Robert. E, *Contract Theory and the Limits of Contract Law* in *Yale Law Journal*, vol. 113, no. 541, 2003, pp. 541-618.

SCOTT, Robert E. *Conflict and Cooperation in Long-Term Contracts*, vol. 75, *California Law Review* (1987), pp. 2030-2034.

SHAVELL, Steven. *On the Writing and Interpretation of Contracts* in *Journal of Law, Economics and Organization*, vol. 22, no.2, 2006, pp. 289-314.

SNYDER, David V. *Language and Formalities in Commercial Contracts: A Defense of Custom and Conduct* in *Southern Methodist University Law Review*, Vol. 54, no. 02, 2001, pp. 617-654.

WATSON, Alan. *Legal Transplants: an approach to Comparative Law*. 2nd ed. Athens and London: University of Georgia Press, 1993.

