


Revista de Direito Mercantil

industrial, econômico e financeiro



Edição Especial – M&A

Vol. nº182/183, ago. 2021/jul. 2022

RDM 182/183

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

ISBN 978-65-6006-071-5

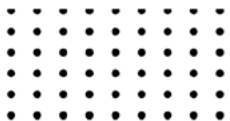


9 786560 060715 >

IDGLOBAL
Instituto de Direito Global

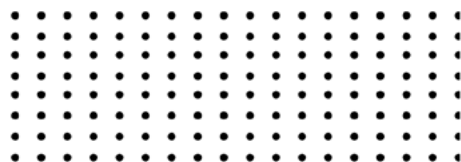
rdm
revista de direito mercantil

EXPERT
EDITORA DIGITAL



Revista de Direito Mercantil

industrial, econômico e financeiro



Edição Especial – M&A

Vol. nº182/183, ago. 2021/jul. 2022

REVISTA DE DIREITO MERCANTIL
industrial, econômicoe financeiro
182/183

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

Ano LX (Nova Série)
Agosto 2021/Julho 2022

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

FUNDADORES:

1 a FASE: WALDEMAR FERREIRA

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

CONSELHO EDITORIAL:

Alexandre Soveral Martins

Carlos Klein Zanini

Jorge Manuel Coutinho de Abreu

Judith Martins-Costa

Paulo de Tarso Domingues

Rui Pereira Dias

Ana de Oliveira Frazão

Gustavo José Mendes Tepedino

José Augusto Engrácia Antunes

Luís Miguel Pestana de Vasconcelos

Ricardo Oliveira Garcia

Sérgio Campinho

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 Penteado

Marcos Paulo De Almeida Salles

Newton de Lucca

Paulo Fernando Campos Salles De Toledo

Priscila Maria Pereira Corrêa Da Fonseca

Balmes Vega Garcia

Carlos Pagano Botana Portugal Gouvêa

Erasmus Valladão Azevedo E Novaes
França

Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa

José Marcelo Martins Proença

Luiz Gastão Paes de Barros Leães

Manoel De Queiroz Pereira Calças

Marcelo Vieira Von Adamek

Paula Andréa Forgioni

Paulo Frontini

Rachel Sztajn

Roberto Augusto Castellanos Pfeiffer
Sheila Christina Neder Cerezetti

Rodrigo Octávio Broglia Mendes
Vinícius Marques De Carvalho

COORDENADORES ASSISTENTES DE EDIÇÃO:

Matheus Chebli De Abreu

Michelle Baruhm Diegues

ASSESSORIA DE EDIÇÃO DISCENTE:

Beatriz Leal de Araújo Barbosa da Silva

Daniel Fermann

Heloisa de Sena Muniz Campos

Lara Aboud

Larissa Fonseca Maciel

Luma Luz

Maria Eduarda da Matta Ribeiro Lessa

Mateus Rodrigues Batista

Rafaela Vidal Codogno

Victoria Rocha Pereira

Virgílio Maffini Gomes

REVISTA DE DIREITO MERCANTIL

Publicação semestral da Editora Expert LTDA

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

Diretores: Luciana de Castro Bastos, Daniel Carvalho

Direção Executiva: Luciana de Castro Bastos

Direção Editorial: Daniel Carvalho

Diagramação e Capa: Editora Expert

Revisão: Do Autor

A regra ortográfica usada foi prerrogativa do autor.



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

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

ISBN: 978-65-6006-071-5

Publicado Pela Editora Expert, Belo Horizonte, Abril de 2024

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

Pedidos dessa obra:

experteditora.com.br

contato@editoraexpert.com.br



EXPERT
EDITORA DIGITAL

AUTORES

Daniel Pereira Campos

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

Rafael Cimatti Elias

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

Ricardo Villela Mafra Alves da Silva

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

João Paulo Braune Guerra

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

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

Fabiana Pereira Velloso

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

Natália Villas Bôas Zanelatto

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

Renan Varollo Perlati

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

Alexandre Ginzel

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

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

Caio Henrique Carvalho de Siqueira Lima

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

Gustavo Ferreira de Campos

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

Camila Vallim Almirall

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

Manoela Bruno Morales Naquis

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

Gabriela Moreira Cicillini

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

Ernesto Luís Silva Vaz

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

SUMÁRIO

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

Daniel Pereira Campos, Rafael Cimatti Elias

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

Ricardo Villela Mafra Alves da Silva

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

João Paulo Braune Guerra

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

Fabiana Pereira Velloso

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

Natália Villas Bôas Zanelatto

As cláusulas de remédio único e o dolo no direito brasileiro159

Renan Varollo Perlati

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

Alexandre Ginzal

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

Caio Henrique Carvalho de Siqueira Lima

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

Gustavo Ferreira de Campos

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

Camila Vallim Almirall

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

Manoela Bruno Morales Naquis

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

Gabriela Moreira Cicillini

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

Ernesto Luis Silva Vaz

EXECUÇÃO ESPECÍFICA E DANOS EM SITUAÇÕES DE FRUSTRAÇÃO DE OPERAÇÕES DE M&A

SPECIFIC PERFORMANCE AND DAMAGES IN UNSUCCESSFUL M&A TRANSACTIONS

Caio Henrique Carvalho de Siqueira Lima (USP, São Paulo)

Resumo:

As negociações para uma operação de M&A nem sempre são concluídas. Seja porque houve uma oferta melhor por outro comprador, seja por desistência dos vendedores ou dos compradores, não é incomum o surgimento de litígios que discutam a obrigação de fechamento ou não da operação, o que pode ocorrer em diversos momentos da negociação. Para essas situações, o direito brasileiro tradicionalmente oferece ao credor (que geralmente é o comprador) duas opções: em regra, pode valer-se da execução específica para tentar obter a conclusão da operação ou indenização por perdas e danos. Este estudo busca discutir as opções do credor no direito brasileiro aliadas à perspectiva oferecida pelo direito e economia e problematizar a possível desproporção entre execução específica e danos em operações de M&A.

Palavras-chave: M&A, Aquisições, Incorporações, Execução Específica, Danos, Interesse Negativo, Interesse Positivo

Abstract:

Negotiations for M&A transactions do not always go smoothly and result in the closing of the deal. Either because there was a better offer by another buyer or even because sellers or buyers gave up, it is not uncommon for disputes to arise discussing the obligation to close or not the deal, which can happen at different stages of negotiations. For these situations, Brazilian law traditionally offers the creditor (who is usually the buyer) two options: as a rule, the creditor can

resort to specific performance to try to obtain the closing of the deal or compensation for damages. This study aims at discussing creditor's options under Brazilian law under the perspective offered by law and economics, and to discuss the potential disproportion between specific performance and damages in M&A transactions.

Keywords: M&A, Mergers, Acquisitions, Specific Performance, Damages, Reliance Damages, Expectation Damages

1. INTRODUÇÃO

Operações de fusões e aquisições, aqui tratadas por M&A, são uma forma recorrente de reorganização societária, expansão de atividades ou mesmo porta de entrada para empresas estrangeiras em um país. O termo geral não é propriamente técnico-jurídico, mas é largamente utilizado na prática da advocacia empresarial e abrange qualquer compra e venda de participação societária, seja minoritária, controle ou totalidade das ações ou quotas de determinada sociedade, além de cisão, incorporação, alienação de ativos, acordos de investimento e *joint ventures*.

Tais operações muitas vezes envolvem negociações complexas, processos competitivos, engajamento de advogados e consultores financeiros, além de auditoria jurídica e operacional sobre dados da sociedade a ser adquirida. O resultado costuma consistir em um contrato de compra e venda de ações ou quotas subordinado a realização de atos subsequentes, pois não é raro que certas condições precisem ser implementadas antes do fechamento da operação. A expressão *fechamento da operação* será utilizada para designar o momento de adimplemento da obrigação principal, qual seja a efetiva transferência de participação societária entre os contratantes mediante o pagamento do preço³⁷⁶. Referidas condições vão desde a

376 GORESCU, Carla Pavesi. Delimitação da indenização em operações de fusões e aquisições no Brasil. Dissertação de Mestrado, Fundação Getúlio Vargas, 2019, p. 11.

regularização societária à aprovação da operação pelo órgão regulador competente ou autoridade antitruste.

Contudo, nem sempre a negociação caminha a bom termo e a operação é concluída. Seja porque houve uma oferta melhor por outro comprador ou até mesmo por desistência dos vendedores ou compradores, não é incomum o surgimento de litígios que discutam a obrigação de fechamento ou não da operação, o que pode se dar nos mais diversos momentos.

Para essas situações, o direito brasileiro tradicionalmente oferece ao credor (que geralmente é o comprador) duas opções: em regra, pode apenas valer-se da execução específica para tentar obter a conclusão da operação ou indenização por perdas e danos. Nas últimas décadas, tais disputas vêm ocorrendo principalmente em procedimento arbitrais, tendo em vista a inserção de cláusulas compromissórias nos mais diversos instrumentos contratuais. O afastamento da jurisdição estatal limita, de em certa medida, a exploração exauriente dos temas, tendo em vista que quase a totalidade dos procedimentos correm em sigilo.

Feitas essas ressalvas, este estudo busca discutir as opções do credor no direito brasileiro aliadas à perspectiva oferecida pelo direito e economia, e problematizar a possível desproporção entre execução específica e danos em operações de M&A.

2. FRUSTAÇÃO DE OPERAÇÕES DE M&A

Que nem toda negociação num contexto de M&A resulta no fechamento da operação não é novidade. Há diversas razões pelas quais as partes podem não concretizar o negócio, que vão desde a desistência de uma delas a imposições regulatórias. Assim, as partes – e aqui estamos tratando geralmente de compradores e vendedores experientes e bem assessorados – têm que sempre ter em mente que existe o risco do não fechamento e que isso faz parte do jogo.

Não só isso, impera em nosso direito a autonomia privada e a liberdade contratual, desde que exercida nos limites da função social

do contrato, nos termos do artigo 421 do Código Civil³⁷⁷. Assim, a regra é que as partes são livres para (não) contratar.

Contudo, o direito brasileiro, mesmo dentro de uma ótica empresarial³⁷⁸, impõe às partes que pretendem contratar ou que o fizeram certos limites, como o acima citado. É o caso da obrigação de observar a boa-fé, insculpida no artigo 422³⁷⁹ do Código Civil, como também a vedação ao abuso de direito previsto no artigo 187³⁸⁰ do mesmo código.

Assim, num contexto de M&A podem surgir situações em que a liberdade de contratar é, de certa forma, mitigada, seja porque as partes já emitiram declarações de vontade e firmaram contratos sujeitos a confirmação futura, seja porque criaram na outra parte expectativa de fechamento. Explora-se abaixo algumas hipóteses em que isto pode ocorrer.

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

378 Como leciona Forgioni, os contratos empresariais merecem tratamento diferenciado dos contratos civis e de consumo. Tais contratos, dentre outros vetores, visam o lucro e devem ser analisados dentro dessa premissa. FORGIONI, Paula Andrea. Teoria geral dos contratos empresariais. 2ª edição, São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016, p. 107-136. Também vale mencionar a atual redação do artigo 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.

379 Art. 422, CC. Os contratantes são obrigados a guardar, assim na conclusão do contrato, como em sua execução, os princípios de probidade e boa-fé.

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

2.1 CONTRATO SUJEITO A IMPLEMENTAÇÃO DE CONDIÇÕES

Via de regra, operações de M&A compreendem duas fases: a assinatura de um primeiro instrumento vinculativo entre as partes e, depois, um termo de fechamento ou contrato definitivo.

Comumente, a divisão entre fases é realizada para o implemento de condições (muitas vezes denominadas *condições precedentes*) que o vendedor e/ou comprador devem satisfazer para a conclusão da transação. Essas incluem reorganizações societárias, venda de ativos, obtenção de aprovações com credores e instituições financeiras, rescisão de contratos e, a depender do tamanho ou indústria em que se situa a sociedade adquirida, aprovação pelo órgão regulador (CADE, BACEN, SUSEP).

Nestes casos, é firmando um contrato de compra e venda de ações ou quotas contendo todas as condições para o fechamento da transação. São os SPA (*Share Purchase Agreement*) e QPA (*Quota Purchase Agreement*). Em que pese não haja consenso sobre a natureza jurídica de tais disposições, elas podem ser classificadas como condições suspensivas de que trata o artigo 125 do Código Civil³⁸¹. Cumpridas, surgirá para a parte o direito ao fechamento da transação.

2.2 CONTRATO PRELIMINAR

Ainda, as partes podem se valer de estruturas intermediárias para dar corpo à transação. Seria este o caso do contrato preliminar, que tem função de fixar o conteúdo do negócio e a vinculação das partes, que devem definir as condições e obrigações (objeto, preço, responsabilidades etc.), observando todos os requisitos essenciais do

381 Art. 125, CC. Subordinando-se a eficácia do negócio jurídico à condição suspensiva, enquanto esta se não verificar, não se terá adquirido o direito, a que ele visa.

contrato definitivo a ser celebrado, exceto quanto à forma. É o que prescreve o artigo 462 do Código Civil³⁸².

Como exemplifica Schreiber et al., poderia ser o caso de um memorando de entendimentos (também referido pela sigla em inglês *MoU*) para aquisição de participação societária antecedente às alterações e registro do contrato social, o contrato definitivo³⁸³. O contratado, num primeiro momento, é a obrigação de celebrar a alteração contratual – além das condições listadas acima. Estaria pendente, entretanto, o cumprimento das formalidades legais (registro do instrumento final na Junta Comercial, por exemplo).

Nesse segundo caso, concluído o contrato preliminar, nasce para as partes o direito à celebração do contrato definitivo, nos termos do artigo 463 do Código Civil³⁸⁴. A recusa à celebração do contrato definitivo seria forma de inadimplemento de uma prestação devida, o que daria ao credor a opção de requerer em juízo ou pela via arbitral o suprimento da vontade da parte inadimplente, se isso não se opuser à natureza da obrigação, conforme artigo 464 do Código Civil³⁸⁵.

382 Art. 462, CC. O contrato preliminar, exceto quanto à forma, deve conter todos os requisitos essenciais ao contrato a ser celebrado.

383 SCHREIBER, Anderson; TARTUCE, Flávio; BRANDÃO, Everilda; ANDRADE, Gustavo Henrique Baptista; FROTA, Pablo Malheiros da Cunha. Renegociação dos contratos preliminares (promessa) societários na pandemia de covid-19: Um diálogo comparado luso-brasileiro à luz da alteração das circunstâncias. Migalhas, 2020. <<https://www.migalhas.com.br/coluna/migalhas-contratuais/325753/a-renegociacao-dos-contratos-preliminares--promessa--societarios-na-pandemia-de-covid-19-um-dialogo-comparado-luso-brasileiro-a-luz-da-alteracao-das-circunstancias>>. Acesso em maio/2023.

384 Art. 463, CC. Concluído o contrato preliminar, com observância do disposto no artigo antecedente, e desde que dele não conste cláusula de arrependimento, qualquer das partes terá o direito de exigir a celebração do definitivo, assinando prazo à outra para que o efetive.

385 Art. 464, CC. Esgotado o prazo, poderá o juiz, a pedido do interessado, suprir a vontade da parte inadimplente, conferindo caráter definitivo ao contrato preliminar, salvo se a isto se opuser a natureza da obrigação.

2.3 LIMITAÇÕES À LIBERDADE DE (NÃO) CONTRATAR

Por fim, o terceiro cenário seria o do não fechamento da operação, em que as tratativas, embora muito avançadas, ainda estivessem em fase pré-contratual. É certo que a distinção entre fase contratual e pré-contratual pode ser cinzenta e muitas vezes se entrelaça. Não é incomum que as partes cheguem a acordos parciais ou mesmo firmem contratos correlatos à operação durante a fase de negociação do contrato principal, criando entre elas determinadas obrigações. Além disso, o direito brasileiro tutela a expectativa das partes que entram em negociações, as quais devem se pautar pela boa-fé, nos termos do já citado artigo 422 do Código Civil.

Pode-se vislumbrar três hipóteses dentro desse cenário.

2.3.1 LIBERDADE DE CONTRATAR PRESERVADA

A primeira hipótese seria aquela em que as partes simplesmente não chegam a um denominador comum no curso regular das negociações e desistem de contratar. Ou, em uma situação de concorrência, decidem seguir com outro contratante. Nesses casos, a premissa é a de que não se criou na outra parte expectativa de contratação, seja pelo comportamento das partes ou pela redação de eventuais instrumentos não vinculantes firmados entre elas.

É comum que as partes firmem ofertas, memorando de entendimentos, *term sheets* ou outros instrumentos para fixar determinadas premissas do negócio. Em muitos desses, há previsão expressa de que eles não são vinculantes. Ou seja, as partes aceitam iniciar e se manter em negociação cientes de que a outra pode se retirar, desde que respeitadas eventuais condições estabelecidas.

Neste sentido, em interessante caso julgado pelo Tribunal de Justiça de São Paulo (TJSP), os autores (potenciais vendedores) pretendiam obter dos réus (potenciais compradores) indenização pela quebra abrupta das negociações no contexto de uma operação

de M&A³⁸⁶. O TJSP decidiu que não havia responsabilidade da parte que se retira das negociações diante da existência de cláusula expressa de não vinculação, concluindo que: *“conservava a ré a liberdade de se retirar das negociações sem responder pelas despesas ou custos da autora, como expressamente se consignou no termo que firmaram antecedente das tratativas”*.

Além disso, o TJSP considerou a natureza complexa da operação negociada, o grau de sofisticação das partes e de seus assessores jurídicos, além de entender que os réus não geraram nos autores expectativa de contratação, haja vista a grande monta da transação e que especulação e ampla negociação fazem parte do negócio.

Disso pode-se extrair que, em que pese não previna eventual conflito, a existência de uma cláusula de não vinculação dá maior segurança jurídica às partes e pode ser adotada como uma boa técnica de redação contratual.

Esta primeira hipótese é, então, a regra, conforme disposição literal do diploma comum: a liberdade de (não) contratar das partes é plena e elas podem simplesmente parar as negociações sem maiores consequências.

2.3.2 QUEBRA ABRUPTA DAS NEGOCIAÇÕES

Uma segunda hipótese seria aquela em que as partes negociam de maneira firme e contínua, criando expectativa de fechamento. A expectativa criada deve ser séria e palpável, podendo ser auferida por um terceiro observador. Há situações em que a expectativa criada e nutrida é tamanha que há uma limitação na liberdade de contratar das partes e passa a se proteger a tutela da confiança. Nesse momento, uma saída abrupta de uma das partes da negociação, embora possível, pode acarretar o dever da parte retirante de indenizar a contraparte.

Como leciona Zanetti, o fundamento para a responsabilidade de eventual ruptura injustificada de negociações está na figura do

386 SÃO PAULO, Tribunal de Justiça, Processo nº 0005452-31.2013.8.26.0100.

abuso do direito, derivada da boa-fé objetiva e positivada no artigo 187 do Código Civil³⁸⁷. Para o autor, não caberia, no direito brasileiro, o remédio da tutela específica para os casos de encerramento abusivo das negociações, mas tão somente a tutela reparatória amparada no artigo 927 do Código Civil. Sua conclusão é a de que, caso contrário, “*haveria excessiva interferência na liberdade contratual, forçando as partes a negociar e contratar um negócio jurídico que não mais desejam*”³⁸⁸.

A jurisprudência dos Tribunais caminha no sentido de reconhecer o dever de indenizar da parte que se retirou de forma ilícita e abrupta das negociações, desde que comprovado o abalo à boa-fé objetiva no caso concreto.

2.3.3 ATINGIMENTO DE UM DEVER DE CONTRATAR?

A terceira e última hipótese seria aquela em que as negociações se adensam de tal forma que limitariam ainda mais a liberdade de contratar das partes. Seriam casos excepcionais, em que a tutela da confiança pode ser privilegiada em detrimento da autonomia de (não) contratar. Assim, seria superada a fase exclusivamente pré-contratual em que se insere a ruptura injustificada de negociações e passaria a ser tutelado o dever de contratar³⁸⁹.

A doutrina portuguesa de Nuno Manuel Pinto faz menção a um (excepcional) atingimento de ponto de não retorno, ou *point of no return*, o que significa que não seria mais possível às partes desvincularem-se das tratativas. Atingido tal patamar, surgiria o dever de conclusão do contrato³⁹⁰.

387 ZANETTI, Cristiano de Souza. Responsabilidade pela ruptura das negociações. São Paulo: Juarez de Oliveira, 2005, p. 142

388 Idem, p. 150.

389 STEINER, Renata. Interesse Positivo e Interesse Negativo: a reparação de danos no direito privado brasileiro. 2016. Tese de Doutorado, Universidade de São Paulo. São Paulo, 2016, p. 248.

390 OLIVEIRA, Nuno Manuel Pinto. Culpa in cotrahendo. Interesse contratual negativo e interesse contratual positivo. Ac. do STJ de 26.1.2006. Proc. 4063/05. Anotações. In

A possibilidade é controversa no direito brasileiro, pois, como já exposto, impera em nosso sistema a liberdade contratual. Steiner cita, em defesa da teoria, o “Caso dos Tomates”, do Tribunal de Justiça do Rio Grande do Sul, relatado pelo então desembargador Ruy Rosado³⁹¹. Nele, tratou-se da responsabilidade da sociedade CICA pela ausência de conclusão de contrato para aquisição da safra de tomate de agricultores gaúchos³⁹². A CICA distribuiu sementes e comprou, durante alguns anos, a produção dos agricultores. Em certo ano, contudo, deixou de adquiri-la. O TJRS entendeu que a CICA havia levado os agricultores a confiarem na formalização do contrato e que não seria lícito à sociedade simplesmente não concluir a compra. Assim, a CICA foi condenada ao ressarcimento, tomando-se como parâmetro o dever de compra da safra – ou seja, foi reconhecida a quebra do dever de contratar.

Caso adotada a referida teoria o dever de contratar poderia ser tutelado. Em outras palavras, no contexto analisado, poderia o vendedor (ou comprador, a depender da situação analisada) ser obrigado a concluir a operação de M&A ou indenizar a outra por perdas e danos.

Caderno de Direito Privado, n 20, outubro/dezembro, 2007.

391 STEINER, Renata. Interesse Positivo e Interesse Negativo: a reparação de danos no direito privado brasileiro. 2016. Tese de Doutorado, Universidade de São Paulo. São Paulo, 2016, p. 248

392 Veja-se a ementa do acórdão: CONTRATO. TRATATIVAS. “CULPA IN CONTRAHENDO”. RESPONSABILIDADE CIVIL. RESPONSABILIDADE DA EMPRESA ALIMENTICIA, INDUSTRIALIZADORA DE TOMATES, QUE DISTRIBUI SEMENTES, NO TEMPO DO PLANTIO, E ENTAO MANIFESTA A INTENCAO DE ADQUIRIR O PRODUTO, MAS DEPOIS RESOLVE, POR SUA CONVENIENCIA, NAO MAIS INDUSTRIALIZAR, NAQUELE ANO, ASSIM CAUSANDO PREJUIZO AO AGRICULTOR, QUE SOFRE A FRUSTRACAO DA EXPECTATIVA DE VENDA DA SAFRA, UMA VEZ QUE O PRODUTO FICOU SEM POSSIBILIDADE DE COLOCACAO. PROVIMENTO EM PARTE DO APELO, PARA REDUZIR A INDENIZACAO A METADE DA PRODUCAO, POIS UMA PARTE DA COLHEITA FOI ABSORVIDA POR EMPRESA CONGENERE, AS INSTANCIAS DA RE. VOTO VENCIDO, JULGANDO IMPROCEDENTE A AÇÃO. RIO GRANDE DO SUL, Tribunal de Justiça, Processo nº 591028295.

3. AS OPÇÕES DE TUTELA NO DIREITO BRASILEIRO

O direito brasileiro possibilita ao credor de uma obrigação exigir seu cumprimento (obrigação *in natura*) ou requerer indenização, permitindo, em algumas situações, a cumulação das pretensões.

A regra processual vigente é a do artigo 497 do Código de Processo Civil:

Art. 497: Na ação que tenha por objeto a prestação de fazer ou de não fazer, o juiz, se procedente o pedido, concederá a tutela específica ou determinará providências que assegurem a obtenção de tutela pelo resultado prático equivalente.

Assim, a opção primária ofertada pelo direito brasileiro é o cumprimento da obrigação por meio de tutela específica, que apenas será convertida em perdas e danos a requerimento do credor ou na impossibilidade do cumprimento da obrigação, na forma do artigo 499 do Código de Processo Civil:

Art. 499: A obrigação somente será convertida em perdas e danos se o autor o requerer ou se impossível a tutela específica ou a obtenção de tutela pelo resultado prático equivalente.

A legislação cível segue caminho semelhante. Os já citados artigos 462 e seguintes do Código Civil permitem às partes de um contrato preliminar exigir seu cumprimento forçado, desde que não se oponha à natureza da obrigação. Além disso, o artigo 475 do mesmo diploma disciplina que a parte lesada pelo inadimplemento pode pedir

a resolução do contrato se não preferir seu cumprimento forçado, cabendo, em qualquer hipótese, indenização por perdas e danos³⁹³.

3.1 A TUTELA PELA EXECUÇÃO ESPECÍFICA

Como se pode observar, a opção pela tutela obrigacional ou indenizatória é dada ao credor, que tenderia a requerer a execução específica para receber o que contratou. Superada, na sequência, a lei processual oferece alternativas. Assim, no exemplo de que estamos tratando, será analisado como e se poderia ocorrer execução específica num contexto de uma operação de M&A.

Cita-se três hipóteses que poderiam ser tuteladas por execução específica: (i) contratos sujeitos a implementação de condições, (ii) contratos preliminares e (iii) atingimento de um dever de contratar (essa última com as ressalvas já registradas sobre a aplicabilidade no direito brasileiro).

Nas duas primeiras hipóteses não se encontram maiores desafios: haveria instrumento contratual com todas as condições do negócio, incluindo aquelas para fechamento e, muitas vezes, até previsão expressa da possibilidade de execução específica em reforço ao previsto em lei.

Contudo, não se pode perder de vista que o fechamento da operação pode exigir alienação de ativos, reorganizações societárias, aprovações assembleares, aumentos e integralização de capital etc., de modo a verdadeiramente obstar a satisfação da obrigação por meio de tutela específica. Assim, na prática, poderia o credor ver-se diante de exceções legais para o exercício do seu direito, seja a impossibilidade do cumprimento ou a contrariedade à natureza da obrigação.

393 Art. 475, CC. A parte lesada pelo inadimplemento pode pedir a resolução do contrato, se não preferir exigir-lhe o cumprimento, cabendo, em qualquer dos casos, indenização por perdas e danos.

A esse respeito, vale citar o célebre caso Disco³⁹⁴, julgado em 1979³⁹⁵. Em resumo, a discussão foi travada entre Supermercados Pão de Açúcar S.A. (Pão de Açúcar) e os acionistas da Distribuidora de Comestíveis Disco S.A (Disco) para decidir sobre a aquisição do controle (97% das ações) da sociedade. As partes haviam firmado “Contrato Preliminar de Compra e Venda de Ações” e o Pão de Açúcar buscou em juízo a transferência compulsória das ações, ao passo que os acionistas da Disco ingressaram com ação consignatória para devolução do valor adiantado. Para o Pão de Açúcar, o instrumento firmado era um contrato preliminar, contendo todas as condições para o fechamento da transação. Por outro lado, os acionistas da Disco defendiam que o instrumento era um protocolo de intenções que fixava algumas, mas não todas as premissas do negócio.

O caso contou com diversas reviravoltas nas diferentes instâncias judiciais, até ser finalmente decidido pelo Supremo Tribunal Federal, em voto vencedor do Ministro Moreira Alves. Para o Ministro, a discussão central do caso era:

“Se no curso das negociações as partes acordam sobre os elementos essenciais do contrato, deixando, porém, para momento posterior (o da celebração do contrato definitivo), a solução de questões relativas a elementos acidentais, e reduzem tudo isso a escrito, esse documento caracteriza um contrato preliminar (e, portanto, obrigatório para ambas), ou não passa, mesmo no que diz respeito aos pontos principais já considerados irretroatáveis, de mera minuta (punctação), sem o caráter vinculante do contrato preliminar, e, conseqüentemente, insusceptível de adjudicação compulsória?”.

394 DISTRITO FEDERAL, Supremo Tribunal Federal, Processo RE88.716/RJ.

395 Cabe a observação temporal de que o caso estava sujeito às normas do Código Civil e de Processo Civil não mais vigentes.

O acórdão acabou por adotar o entendimento de que, na falta de acordo sobre todos os aspectos do negócio (como o preço final a ser pago pelas ações), não caberia ao juiz substituir as partes em suas negociações sobre os pontos que não chegaram a um acordo. Assim, na ausência de acordo integral, o vínculo existente seria provisório e não caracterizaria um contrato preliminar. Desse modo, o pleito do Pão de Açúcar para adjudicação das ações foi julgado improcedente e, por outro lado, foi julgado procedente o pedido de devolução dos valores adiantados³⁹⁶.

A lição que se pode extrair é a de que pode ser difícil delimitar até onde houve ou não acordo entre as partes sobre os aspectos do negócio, caracterizando o instrumento firmado como preliminar e passível de execução específica para forçar o fechamento. Munhoz, embora registre que havia pontos em abertos no acordo firmado, entende caber críticas à decisão do STF, tendo em vista que reduziu o instrumento contratual complexo, negociado entre partes sofisticadas, inclusive com auxílio de advogados, quase que a uma mera tratativa³⁹⁷. O professor analisa que o limite para se valer da execução específica nos casos de M&A seria o da vontade já declarada. A execução específica para o fechamento seria possível sempre que ela não importar por parte do julgador em uma substituição da parte no que diz respeito à negociação ou à definição do conteúdo da sua vontade. Assim, o julgador não poderia substituir a parte para determinar algo sobre o qual não houve declaração de vontade, o que seria ir além do princípio da autonomia privada.

Vale também citar o caso PNB Paribas x Banco Fontecidam, que embora ainda não tenha chegado a termo, consta com sentença prolatada pela 40ª Vara Cível do Foro Central da Comarca de São Paulo/SP e acórdão prolatado pela 10ª Câmara de Direito Privado do TJSP³⁹⁸.

396 KÜMMEL, Dóris Amaral. A disciplina jurídica do rompimento injustificado de negociações pré-contratuais no direito brasileiro e no direito alemão. Monografia, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, 2013, p. 27-35.

397 Fala do Prof. Dr. Eduardo Secchi Munhoz no Congresso do IBRADEMP, 2019.

398 SÃO PAULO, Foro Central Cível, processo 0631007-55.2000.8.26.0100.

Neste, o Banco Fontecidam S.A. e seus sócios buscam indenização contra o BNP Paribas S.A. pela ausência de conclusão da operação de venda de ativos do Banco Fontecidam. O objeto da demanda é o *Memorando of Understanding* (MoU) que regia a compra e venda, que, para os autores, tratava-se de um contrato preliminar. Já para o BNP Paribas, o MoU não o vinculava à celebração do contrato principal, existindo pontos pendentes de negociação, e que a operação não ocorreu pelo envolvimento do Banco Fontecidam em escândalo de compra e venda de dólares.

Concluiu o magistrado, baseado em decisão do STJ no mesmo processo, que o MoU era um contrato preliminar, entendendo ser inaceitável tratar como mera expectativa um documento que teve a aprovação do Banco Central do Brasil e dos órgãos competentes franceses e que contava com cláusulas de preços e outras obrigações. Assim, caberia aos autores requerer o cumprimento da obrigação. Contudo, como observou o magistrado, os autores, insatisfeitos com a recusa da celebração do contrato definitivo, optaram pela via das perdas e danos, o que é facultado pelo artigo 475 do Código de Processo Civil de 1973, então vigente. Assim, condenou o BNP Paribas a indenizar os danos materiais e morais advindos da ausência de conclusão do negócio, tendo em conta a extrema desvalorização para o Banco Fontecidam. Em fevereiro de 2023 o TJSP prolatou acórdão confirmando a sentença, que foi reformada tão somente quanto à fixação dos honorários de sucumbência. As perdas e danos nesse caso são um tanto *sui generis*, mas a interpretação dada ao MoU, em contraposição ao caso Disco, faz valer a pena o acompanhamento do deslinde final do caso.

Mais recentemente, está na mídia a discussão travada entre a J&F Investimentos S.A (J&F) e CA Investment Brasil S.A (CA) pela aquisição do controle da Eldorado Brasil Celulose S.A. (Eldorado)³⁹⁹.

399 SÃO PAULO, Foro Central Cível, Processo n. 1027596-98.2021.8.26.0100. Os detalhes do caso aqui tratados são apenas os que foram divulgados pela mídia, como: SALIBA, Ana Luisa. Juíza dá continuidade à transferência de controle da Eldorado à Paper Excellence. Revista Consultor Jurídico, 2021, Disponível em: <<https://www.conjur>>.

Em síntese, as partes firmaram contrato de compra e venda de ações relativo à alienação, pela J&F, da totalidade das ações da Eldorado para a CA. A estrutura da operação foi dividida em três etapas denominadas “Compra Inicial”, “Primeira Compra” e “Segunda Compra”. A Compra Inicial e a Primeira Compra ocorreram sem maiores empecilhos narrados. Ao fim das duas operações, a CA era detentora de 49,41% do capital da Eldorado e a J&F, dos 50,59% restantes.

A disputa – travada, a princípio, em arbitragem – está relacionada à Segunda Compra, pela qual a CA poderia adquirir, no prazo de 12 meses contados da assinatura do contrato, o restante da participação detida pela J&F. Para o fechamento da operação, havia a previsão de determinadas condições precedentes, como a liberação de garantias prestadas pelos acionistas da J&F. Como não ocorreu, as partes discutiram na arbitragem (cuja sentença parcial é objeto de ação declaratória de nulidade em trâmite no TJSP) quem seria responsável por dar cumprimento às condições precedentes. A CA acusa a J&F de ter dificultado o cumprimento por interesse em se manter no negócio após o aumento do preço de negociação de celulose. Do outro lado, a J&F defende que a obrigação de cumprimento das condições precedentes era exclusivamente da CA. O tribunal arbitral determinou, em sentença parcial, o fechamento da operação⁴⁰⁰.

Portanto, resta evidenciado que no contexto complexo de um M&A não há garantia da possibilidade de se requerer a conclusão do negócio, ainda quando há contratos firmados pelas partes.

Quanto à terceira hipótese, qual seja o atingimento de um dever de contratar, a possibilidade de se valer da execução específica é ainda mais discutível. Além de Steiner, é possível citar as lições de Popp sobre

com.br/2021-jul-14/juiza-continuidade-transferencia-eldorado-paper-excellence>, Acesso em maio/2023.

400 NARCIZO, Bruna. Paper Excellence vence arbitragem contra J&F em briga pela Eldorado. Folha de São Paulo, 2021. <<https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2021/02/paper-excellence-vence-arbitragem-contra-jf-em-briga-pela-eldorado.shtml>>. Acesso em maio/2023.

o tema⁴⁰¹. Para o autor, caberia execução específica quando presentes dois requisitos, quais sejam (i) tratativas em fase final muito próximas da completude do contrato a ser firmado e (ii) alto grau de confiança na conclusão do contrato.

Ao comentar tal conclusão, Zanetti afirma que se as negociações chegaram a uma fase final, em que definidos os pontos essenciais do contrato para as partes, já não se trataria mais de *negociações*, mas de formação de contrato preliminar. Zanetti observa, contudo, que a posição acima trazida por Popp é minoritária tanto na doutrina quanto jurisprudência brasileira, restando geralmente a saída indenizatória para as partes que ainda estivessem em negociação⁴⁰². Como regra, concorda-se com tal posição. No entanto, entende-se ser válida a discussão sobre o cabimento de execução específica de forma extraordinária e à luz de casos concretos em que comprovadamente as partes tenham, de alguma forma, criado vínculo contratual. A análise deve ser casuística.

Cabe uma observação final a respeito do foro em que as possíveis discussões seriam travadas. Como adiantamos na introdução, a maioria dos contratos empresariais sofisticados e de grande monta contém cláusulas arbitrais. Tanto é assim que são poucos os casos julgados pelos tribunais estatais sobre a temática. A parte que pretende se valer da execução específica no contexto de um contrato de M&A contendo cláusula arbitral deve levar seu pleito para um árbitro ou tribunal arbitral. Embora a tutela específica seja denominada execução, trata-se de verdadeiro processo de conhecimento, que visa à cognição exauriente⁴⁰³.

401 POPP, Carlyle. Responsabilidade civil pré-negocial: o rompimento das tratativas. Curitiba: Juruá, 2001, p. 289.

402 ZANETTI, Cristiano de Souza. Responsabilidade pela ruptura das negociações. São Paulo: Juarez de Oliveira, 2005, p. 149.

403 FERREIRA, Mariana Martins-Costa. Reflexões sobre o regime jurídico do acordo de acionistas e seus mecanismos de cumprimento forçado. In YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti (coords). Processo Societário, Vol. II. São Paulo: Quartier Larin, 2015, p. 538-539.

3.1.1 A EXECUÇÃO ESPECÍFICA NUMA VISÃO DO DIREITO E ECONOMIA

Não há consenso entre os estudiosos do direito e economia sobre qual o melhor tratamento a ser conferido para uma possível quebra contratual. Via de regra, os mecanismos adotados por diferentes sistemas são: (i) ausência de responsabilidade, (ii) execução específica, (iii) indenização pelo interesse negativo (*reliance damages*) e (iv) indenização pelo interesse positivo (*expectation damages*)⁴⁰⁴.

A ausência de consenso dá guarida a uma série de proposições. Será aqui analisada uma delas, como forma de oposição ao que é regra no direito brasileiro: a teoria do inadimplemento eficiente.

Para a teoria, um inadimplemento é eficiente quando os benefícios da quebra por uma das partes superem as perdas da outra parte, aumentando o bem-estar social⁴⁰⁵. Assim, a parte deveria ser livre para se desvincular ou inadimplir o contrato quando esta seja a solução mais eficiente. Para a economia, a eficiência alocativa ocorre quando um direito ou bem é alocado para a parte que mais o valoriza (tem maior satisfação)⁴⁰⁶⁻⁴⁰⁷. Importante notar que o valor dado ao bem ou direito é subjetivo, ou seja, depende do indivíduo – retomaremos esse ponto mais à frente. A teoria adota primariamente o conceito de eficiência de Kaldor-Hicks, mas também há uma busca pela eficiência de Pareto⁴⁰⁸. Analise-se tais conceitos com um exemplo numérico.

404 DE GEEST, Gerrit. N Problems Require N Instruments (June 7, 2012). International Review of Law and Economics, Vol. 35, 2013, Washington University in St. Louis Legal Studies Research Paper No. 12-05-20.

405 MACNEIL, Ian R. Efficient Breach of Contract: Circles in the sky. Virginia Law Review, May, 1982, Vol. 68, p. 948.

406 COOTER, Robert; ULEN, Thomas. Law and Economics. 6th edition, Berkeley Law Books, 2016, p. 84.

407 Adotou-se satisfação como sinônimo de utilidade econômica.

408 BIGONI, Maria; BORTOLOTTI, Stefania; PARISI, Francesco; PORAT, Ariel. Unbundling Efficient Breach: An Experiment,” Coase-Sandor Working Paper Series in Law and Economics, No. 785, 2016, p. 2.

Imagine-se que há duas editoras, Editora Alfa e Editora Beta, pretendendo lançar um livro sobre M&A. As opções das editoras são lançar ou não lançar o livro, obtendo os resultados daí advindos. Abaixo está a tabela de recompensas (*pay-off*) que as editoras obteriam com suas estratégias. Os números à esquerda em cada célula são os da Editora Alfa e os da direita, da Editora Beta.

		Editora Beta	
		Lançar	Não lançar
Editora Alfa	Lançar	10 , 10 ^A	30 , -5 ^B
	Não lançar	-5 , 30 ^C	0 , 0 ^D

Vê-se que quando a estratégia das duas editoras é lançar o livro (célula A), cada uma obteria o resultado de 10⁴⁰⁹. Nesta situação, podemos imaginar que elas teriam que gastar mais com fornecedores por comprarem de forma descentralizada, com propaganda e *marketing* devido à concorrência, além de terem que oferecer o livro por um preço menor.

Caso uma delas lance o livro e a outra não, a que lançar teria o ganho de 30 enquanto a outra teria uma perda de 5. Isso aconteceria, por exemplo, porque a que lançasse poderia negociar um maior volume com fornecedores, não gastar tanto com propaganda e ainda praticar um preço melhor. Por outro lado, a que não lançasse, além de não ganhar nada com as vendas, ainda poderia perder mercado em outros

409 Para manter o exemplo simples não entraremos na discussão, mas a escolha por Lançar e Lançar é a estratégia dominante deste jogo, ou seja, Lançar seria a estratégia de cada uma das editoras independentemente das ação adotada pela outra. Nessa situação também haveria um Equilíbrio de Nash, que traduz o que cada uma faria a depender da estratégia da outra. Para aprofundamento no tema, recomendamos: OSBORNE, M. An Introduction to Game Theory. Oxford University Press, 2003.

livros por ausência de divulgação da marca. Por fim, caso nenhuma das editoras lançassem o livro, não teriam perdas ou ganhos, tendo como resultado 0.

Vejam-se aos conceitos. Uma alocação (distribuição no jogo) está em Eficiência de Pareto quando não puder ser alterada para outra para outra que deixe uma das partes melhor sem que haja uma piora para outra parte (lembrando: na sua própria concepção)⁴¹⁰. Na tabela acima apresentada, tal alocação apenas está presente na célula A (Lançar, Lançar). Isso porque não é possível se mover para nenhuma outra célula sem que haja uma piora na situação de uma ou ambas as partes. Assim, A é eficiente do ponto de vista de Pareto.

Já na Eficiência de Kaldor-Hicks a alocação eficiente é aquela em que o ganho obtido por uma parte supera as perdas sofridas pela outra parte, existindo a possibilidade de compensar a parte que ficou em pior situação⁴¹¹. Para a visualização das alocações que seriam eficientes

410 “The other kind of efficiency, called Pareto efficiency after its inventor or sometimes referred to as allocative efficiency, concerns the satisfaction of individual preferences. A particular situation is said to be Pareto or allocatively efficient if it is impossible to change it so as to make at least one person better off (in his own estimation) without making another person worse off (again, in his own estimation). COOTER, Robert; ULEN, Thomas. Law and Economics. 6th edition, Berkeley Law Books, 2016, p. 14.

411 “Dissatisfied with the Pareto criterion, economists developed the notion of a potential Pareto improvement (sometimes called Kaldor-Hicks efficiency). This is an attempt to surmount the restriction of the Pareto criterion that only those changes are recommended in which at least one person is made better off and no one is made worse off. That criterion requires that gainers explicitly compensate losers in any change. If there is not explicit payment, losers can veto any change. That is, every change must be by unanimous consent. This has clear disadvantages as a guide to public policy. By contrast, a potential Pareto improvement allows changes in which there are both gainers and losers but requires that the gainers gain more than the losers lose. If this condition is satisfied, the gainers can, in principle, compensate the losers and still have a surplus left for themselves. For a potential Pareto improvement, compensation does not actually have to be made, but it must be possible in principle. In essence, this is the technique of cost-benefit analysis. In cost-benefit analysis, a project is undertaken when its benefits exceed its costs, which implies that the gainers could compensate the losers. Cost-benefit analysis tries to take into account both the private and social costs and benefits of the action being contemplated. There are both theoretical and empirical problems with this standard, but it is indispensable to applied welfare economics.” COOTER, Robert; ULEN, Thomas. Law and Economics. 6th edition, Berkeley Law Books, 2016, p. 42.

nessa perspectiva, apresenta-se novamente a tabela de recompensas computando-se os ganhos totais das partes.-

Editora Beta			
		Lançar	Não lançar
Editora Alfa	Lançar	10,10 (20) ^A	30,-5 (25) ^B
	Não lançar	-5,30 (25) ^C	0, 0 (0) ^D

Vê-se que as células com as maiores somas são as B e C, aquelas em que uma das editoras lança o livro e a outra não. Nestas situações, a soma é 25 e estaríamos diante de Eficiências de Kaldor-Hicks. Pode-se também observar que, no exemplo, a Eficiência de Kaldor-Hicks supera os ganhos da Eficiência de Pareto.

Contudo, não haveria incentivos para que qualquer uma das partes fizesse a opção por não lançar, a menos que fosse compensada por tal escolha. Essa é uma das premissas da Eficiência de Kaldor-Hicks citada acima: os maiores ganhos devem possibilitar a compensação. Assim, as editoras poderiam negociar e apenas uma delas lançar o livro. Se a Editora Alfa lançar, ela pode ganhar 30, compensar a Editora Beta em ao menos 10 e ainda obter um saldo de 15 e vice-versa⁴¹². Ou seja, haveria melhora para ao menos uma das editoras sem que houvesse piora para a outra, o que permitiria também ser alcançada uma melhora na Eficiência de Pareto.

Como adiantou-se, a premissa da Eficiência de Haldor-Hicks é adotada como norte pela teoria do inadimplemento eficiente:

412 É certo que a editora que não lançasse o livro seria indiferente se apenas fosse indenizada em 10, já que teria o mesmo ganho lançando. Então a barganha entre as partes deveria levar um resultado entre 10 e 15 para cada uma delas, distribuindo os ganhos totais de 25.

caso seja economicamente mais eficiente para a parte inadimplir o contrato e indenizar a parte contrária pelo que ela ganharia, isso deve ser feito. A indenização de que trata a teoria é a pelo interesse positivo, ou seja, deve colocar a parte inocente na situação em que estaria caso o contrato houvesse sido cumprido, adotando-se o valor que tal parte atribuiu para o objeto do contrato⁴¹³.

Voltando-se para um caso de M&A, pode-se imaginar que o Vendedor pretende alienar a Sociedade Gama e negociou um contrato de compra e venda pelo valor de 100 com o Comprador 1, para quem o valor da Sociedade Gama é 120. Contudo, em determinado momento, o Vendedor recebe uma oferta de 140 do Comprador 2, para quem o valor da Sociedade é 150. Nesse caso, qual seria a saída eficiente adotando-se os parâmetros acima analisados?

Pela teoria do inadimplemento eficiente, a eficiência seria alcançada pelo inadimplemento do contrato de compra e venda pelo Vendedor, que deixaria de vender para o Comprador 1 e venderia para o Comprador 2. Com o valor ofertado pelo Comprador 2, haveria o maior ganho mesmo após o Vendedor indenizar o Comprador 1. Além disso, o Comprador 2 também possui maior *valuation* para a Sociedade, o que também faria com que a alocação fosse mais eficiente do ponto de vista alocativo⁴¹⁴.

No caso concreto, como poderia o julgador – seja juiz ou tribunal arbitral – provocado por um pedido de tutela específica do Comprador 1 determinar qual seria a saída eficiente do ponto de

413 BIGONI, Maria; BORTOLOTTI, Stefania; PARISI, Francesco; PORAT, Ariel. "Unbundling Efficient Breach: An Experiment," Coase-Sandor Working Paper Series in Law and Economics, No. 785 (2016), p. 2.

414 Como se vê na tabela abaixo, o Comprador 1 não estaria pior caso recebesse a indenização no lugar do ganho com o contrato:

Comprador 2	Vendedor	Comprador 1
<i>Valuation:</i> 150 Oferta: 140	Vende por 140 Indeniza Comprador 1 em 20 Ganha 120	<i>Valuation:</i> 120 Oferta: 100 Ganho com o contrato: 20 Indenização: 20

vista econômico? Uma resposta poderia ser, por exemplo, requisitar a *valuation* feito pelas empresas e, a partir disto, ter base para decidir qual dos compradores teria a maior satisfação com a aquisição da Sociedade. Caso seja o Comprador 1, a tutela específica deveria ser provida; caso seja o Comprador 2, a tutela deveria ser negada e o pedido seria convertido em indenização por perdas e danos, os quais deveriam corresponder ao que o comprador preterido (Comprador 1) teria ganhado com a operação.

Contudo, como salienta Krueger, a teoria do inadimplemento eficiente enfrentaria diversas barreiras para ser aplicada no Brasil⁴¹⁵. A mais importante delas é a de que cabe ao credor a escolha pelo cumprimento da obrigação ou perdas e danos, conforme os artigos já citados nesse trabalho. Assim, a escolha não caberia ao julgador.

Além disso, seria extremamente discutível se a quebra intencional do contrato seria compatível com a cláusula geral da boa-fé, também basilar no direito brasileiro. De outro lado, estudiosos do direito e economia, como Posner, defendem que a teoria do inadimplemento eficaz é amoral e a boa-fé deve ser analisada de forma econômica pragmática⁴¹⁶.

Por fim, também é de se questionar os efeitos que tal possibilidade traria para a confiança. Um dos mais básicos princípios contratuais é sua força obrigatória – ou *pacta sunt servanda*. Permitir que uma parte descumpra o contratado – ainda que haja indenização – pode fazer ruir a confiança nos contratos.

Não é o intuito do presente estudo fazer uma defesa da teoria do inadimplemento eficiente. Em verdade, deve-se esclarecer que até mesmo em jurisdições amigáveis à aplicação da teoria do inadimplemento eficiente, ou seja, aquelas que privilegiam a saída dos danos à execução específica, como a norte-americana, a tutela específica é a regra. Em levantamento feito em mais de mil contratos

415 PELA, Juliana Krueger. “Inadimplemento Eficiente” (Efficient Breach) nos Contratos Empresariais. In: Cadernos do Programa de Pós-Graduação Direito/UFRGS, vol. 11, n. 2, 2016, pp. 77-88.

416 POSNER, Richard A. Let Us Never Blame a Contract Breaker. 107 Michigan Law Review 1349 (2009).

de M&A, verificou-se que em 80% dos casos as partes afastaram a regra dispositiva e adotaram a execução específica como remédio para o inadimplemento⁴¹⁷.

De todo modo, o argumento econômico por trás de tal teoria nos permite questionar a eficiência da opção legislativa brasileira, assim como a determinação dos danos como alternativa à execução específica. De um lado, como já citado, cabe ao credor e não ao julgador a escolha entre tutela específica ou danos. Do outro, como veremos, os danos indenizáveis pelo inadimplemento contratual (ou não fechamento da operação) seriam, via de regra, tão somente os incluídos dentro do interesse negativo. Isso levaria o credor a sempre optar pela tutela específica.

Contudo, como já apresentado, há situações em que a tutela específica não é mais possível ou é desinteressante para o credor. Nesses casos, restaria apenas a tutela por perdas e danos. E aqui mora um potencial problema: caso adotada a indenização pelo interesse negativo, não levaria a parte inocente ao mesmo resultado do cumprimento. Haveria, assim, uma desproporção de resultados entre tutela específica e danos.

417 “The black letter law in the U.S. is that money damages are the preferred remedy for contract breach and that specific performance is reserved for extraordinary circumstances. Contract theory tells us that default rules generally reflect what a majority of contracting parties would agree to, had they considered the matter. But do contracting parties agree with the law’s preference for money damages over specific performance? In a dataset of more than 1000 M&A contracts, we find that in over 80% of transactions, parties choose specific performance as their preferred remedy”. ARNOLD, Theresa; DIXON, Amanda; TANNE, Hadar; SHERRIL, Madison; GULATI, Mitu. ‘Lipstick on a Pig’: Specific Performance Clauses in Action. *Wisconsin Law Review*, Forthcoming, Duke Law School Public Law & Legal Theory Series No. 77, 2020.

3.2 A TUTELA PELO DANO

Como visto, parte da teoria econômica defende que os contratos só devem ser cumpridos quando esta for a opção mais eficiente, recorrendo-se às perdas e danos como remédio. Também, que as perdas e danos são uma das opções do credor no direito brasileiro, ainda que preterida. Ademais, no caso específico de M&As, há a dificuldade da obtenção tutela específica devido à complexidade encontrada em muitos dos contratos. Por fim, há de se acrescentar as situações em que não é mais possível ou impraticável recorrer à tutela específica.

Pode-se imaginar, por exemplo, que a sociedade objeto do M&A tenha sido alienada e que os novos compradores já tenham registrado a compra e venda, anunciado na mídia e tido acesso a todo o *know-how*. Nessas situações, dificilmente seria possível retornar ao *status quo ante*, além de ser necessário o desfazimento de diversos negócios jurídicos e atos registrais.

Ou seja, em que pese a norma brasileira dê preferência à tutela específica, esta não será, em muito casos, a saída encontrada pelas partes num contexto de M&A. Restará a elas a saída indenizatória. Aborda-se abaixo três hipóteses comumente discutidas em litígios dessa natureza.

3.2.1 CLÁUSULA PENAL OU PRÉ-FIXAÇÃO DOS DANOS

A primeira forma de indenização a ser tratada é para os casos em que exista cláusula penal. Nesses, as partes liquidam antecipadamente suas perdas ou ao menos indicam a forma que deve ser calculada. Há, contudo, uma limitação no valor da multa a ser aplicada, a qual pode ser no máximo o valor da obrigação principal, conforme artigo 412 do Código Civil⁴¹⁸.

418 Art. 412, CC. O valor da cominação imposta na cláusula penal não pode exceder o da obrigação principal.

Ainda, como salienta Forgioni, muitas vezes a parte deixa de contratar cláusula penal com receio de afugentar a outra na fase das negociações. Nestes casos, entende a professora que as partes estariam assumindo o risco da não contratação definitiva.⁴¹⁹

Via de regra, incidindo a hipótese de inadimplemento, a multa seria devida conforme contratada. Em todo caso, deve-se ter em mente a possibilidade de redução equitativa do valor das multas, o que é possível de acordo com o artigo 413 do Código Civil⁴²⁰ e foi o que aconteceu, por exemplo, no caso Zeca Pagodinho⁴²¹.

Em outro caso, julgado pelo Tribunal de Justiça do Rio de Janeiro (TJRJ), as partes haviam firmado memorando de entendimentos (MoU) com o objetivo de constituir sociedade para produção de energia e que foi resilido imotivadamente por uma delas⁴²². A parte credora ingressou então com ação de cobrança pretendendo o reembolso de valores gastos para o desenvolvimento do projeto de energia entre as partes, conforme compromissos assumidos no MoU. Referido instrumento previa expressamente a possibilidade de quaisquer das partes desistirem do negócio ou negociação, devendo, no entanto, reembolsar as despesas devidamente comprovadas pela outra parte. O TJRJ aplicou a literalidade do contrato e condenou a parte que desistiu da contratação ao reembolso de gastos incorridos na estruturação do projeto.

Vale notar que o valor pré-fixado (e ainda passível de redução) dá àquele que avalia descumprir o contrato maior previsibilidade do que iria arcar (assumindo que a execução específica não fosse uma opção). Assim, as partes devem levar tudo isso em conta ao negociar

419 FORGIONI, Paula Andrea. *Contratos Empresariais: Teoria geral e aplicação*. 5ª edição, São Paulo: Revista dos Tribunais, 2020, p. 80.

420 Art. 413, CC. A penalidade deve ser reduzida equitativamente pelo juiz se a obrigação principal tiver sido cumprida em parte, ou se o montante da penalidade for manifestamente excessivo, tendo-se em vista a natureza e a finalidade do negócio.

421 SÃO PAULO, Tribunal de Justiça, Processo n. 7.155.293-9. Para mais detalhes, ver PELA, Juliana Krueger. “Inadimplemento Eficiente” (Efficient Breach) nos Contratos Empresariais. In: *Cadernos do Programa de Pós-Graduação Direito/UFRGS*, vol. 11, n. 2, 2016, pp. 77-88.

422 RIO DE JANEIRO, Tribunal de Justiça, Processo n. 0009297-72.2013.8.19.0001.

seus contratos de M&A, fazendo a alocação de risco da maneira que entendam adequada.

Por fim, é de se observar que a cobrança de multa inserida num contrato de M&A impõe discussão de mérito e, como tal, exige processo de conhecimento para formação de título judicial e possível execução. Isso implica também a atração da competência arbitral para processar o feito em todos os contratos que contiverem cláusula compromissória (o que, como já falamos, é a regra).

3.2.2 INDENIZAÇÃO PELO INTERESSE NEGATIVO

Na ausência de cláusula penal, restaria às partes a tutela prevista no Código Civil, qual seja, para os casos em que configurado ato ilícito a saída das perdas e danos nos termos dos artigos 186, 187 e 927.

A regra em nossa jurisprudência é que para os casos de rompimento ilícito de tratativas, o interesse tutelado é o negativo⁴²³. Em outras palavras, seria colocar a parte lesada na situação em que estaria caso não houvesse contratado (ou entrado nas negociações).

Zanetti defende que a indenização pelo interesse negativo deva ser integral, nos termos do Código Civil, englobando tanto danos emergentes como lucros cessantes⁴²⁴. Aplicando os exemplos dados pelo professor a um contexto de M&A, teríamos como compensáveis os gastos com contratação de advogados e consultores para auxílio na negociação e auditoria, viagens e deslocamento das partes para as negociações e quaisquer montas efetivamente empregadas para a concretização do negócio. Ainda, quanto aos lucros cessantes, poderiam ser ressarcidos os custos e perdas de oportunidades.

423 Neste sentido: “Verificada a antijuridicidade no rompimento de tratativas negociais, a responsabilidade civil pré-contratual que se estabelece cobre apenas as despesas realizadas para finalização do negócio jurídico frustrado ou em razão dessa mesma operação.”. DISTRITO FEDERAL, Superior Tribunal de Justiça, Processo 0200890-97.2010.8.26.0100.

424 ZANETTI, Cristiano de Souza. Responsabilidade pela ruptura das negociações. São Paulo: Juarez de Oliveira, 2005, p. 156-157

Em caso já citado no tópico 2.3.1, o ali autor pretendeu a indenização pela perda de uma chance pelas oportunidades de ter vendido a sociedade para terceiros enquanto permaneceu negociando com o potencial comprador que, em sua visão, retirou-se abruptamente das negociações. O TJSP, como visto, afastou a ilicitude do encerramento das negociações, mas não sem antes analisar o pleito ressarcitório. O TJSP concluiu que, para que seja indenizável, a perda de uma chance no contexto de um M&A deve ser comprovada a provável ou possível alienação para um terceiro, o que não ocorreu naqueles autos.

A posição doutrinária majoritária defende a indenização pelo interesse negativo também para os casos de inadimplemento contratual, que levariam à resolução da avença⁴²⁵. Nesses casos, o entendimento é o de que com a dissolução do contrato, não caberia ao credor as vantagens que dele adviriam⁴²⁶. O contrato seria inexistente⁴²⁷. A crítica a ser feita é que é incongruente ser dada a opção ao credor de se valer da execução específica e, assim, dos ganhos obtidos com a prestação, mas os mesmos ganhos não serem

425 Neste sentido, Judith Martins-Costa afirma ser “(...) inconcebível que na resolução (que é a extinção do contrato, com a volta ao *status quo*) o credor receba, além da volta ao estado anterior, o que faria jus em razão do cumprimento contratual. As perdas e danos, nessa hipótese, se cabíveis, estão cingidas ao interesse negativo”. MARTINS-COSTA, Judith. Responsabilidade civil contratual. Lucros cessantes. Interesse positivo e interesse negativo. Distinção entre lucros cessantes e lucros hipotéticos. Dever de mitigar o próprio dano. Dano moral e pessoa jurídica. In: LOTUFO, Renan; NANNI, Giovanni Ettore; MARTINS, Fernando Rodrigues (Coords.). *Temas relevantes do direito civil contemporâneo: reflexões sobre os 10 anos do Código Civil*. São Paulo: Atlas, 2012, p. 562-563.

426 SILVA, Rodrigo da Guia. Interesse contratual positivo e interesse contratual negativo: influxos da distinção no âmbito da resolução do contrato por inadimplemento. Revista IBERC, v. 3, n. 1, p. 1-37, jan.-abr./2020, p. 21.

427 “Efetivamente, colocar o parceiro lesado ‘na situação em que se encontraria caso o contrato se tivesse exaurido pelo cumprimento’, representa, às escâncaras, grave incongruência lógica. Se o contrato se dissolveu, nem há a prestação do parceiro infiel, como chegar a este resultado? De que modo e a que título se concederá ao não inadimplente as vantagens do contrato, se o contrato, por definição, inexistente?”. ASSIS, Araken de. Dano positivo e dano negativo na dissolução do contrato. Revista da Associação dos Juizes do Rio Grande do Sul (Ajuris). n. 60, março, 1994, p. 125.

obtidos por inadimplemento do devedor, que resultaria na resolução do contrato.

Como destaca Steiner⁴²⁸, tratando especificamente de promessas de compra e venda de imóveis, não são raras as decisões do Superior Tribunal de Justiça que entendem de maneira diversa, colocando o comprador adimplente na situação em que estaria caso o contrato houvesse sido cumprido⁴²⁹ – em outras palavras adotando o interesse contratual positivo, que será analisado abaixo. A posição, contudo, não é consolidada⁴³⁰ e deve ser vista com a devida ressalva de que não há métrica para saber se seria aplicada a contratos empresariais, como os de M&A.

3.2.3 INDENIZAÇÃO PELO INTERESSE POSITIVO

Por fim, há a figura da indenização pelo interesse positivo, que pressupõe colocar a parte inocente na situação em que estaria caso o contrato fosse cumprido⁴³¹. É o chamado, nos países de *commom law*,

428 STEINER, Renata. Interesse Positivo e Interesse Negativo: a reparação de danos no direito privado brasileiro. 2016. Tese de Doutorado, Universidade de São Paulo. São Paulo, 2016.

429 “No que se refere aos lucros cessantes, o desate dado à questão mostra-se em consonância com a orientação aplicada por esta Corte em hipóteses semelhantes à presente, a saber, a de que, em casos em que o negócio jurídico se frustrou por culpa do vendedor, o comprador possui o “direito de ser colocado na situação em que estaria caso o contrato tivesse sido cumprido. Isto é, tem o direito a ver atendido seu interesse positivo de ser indenizado pelos danos positivos, para o que interessa considerar qual o patrimônio de que disporia se não tivesse havido a quebra do contrato” (REsp n. 403.037/SP, Relator o Ministro Ruy Rosado de Aguiar, DJ de 5/8/2002)”. DISTRITO FEDERAL, Superior Tribunal de Justiça, Processo AgRg no AREsp 486194/BA.

430 “De fato, pelo princípio da reparação integral, uma vez desfeito o negócio jurídico, a parte deve ser reconstituída à mesma situação na qual se encontrava antes da celebração do contrato”. DISTRITO FEDERAL, Superior Tribunal de Justiça, Processo REsp 1854803/AC.

431 STEINER, Renata. Interesse Positivo e Interesse Negativo: a reparação de danos no direito privado brasileiro. 2016. Tese de Doutorado, Universidade de São Paulo. São Paulo, 2016.

de *expectation damages*⁴³². No cenário analisado, seria a situação em que o credor estaria se houvesse o fechamento da operação de M&A.

Assim, para o comprador frustrado, a indenização pelo interesse positivo seria colocá-lo na situação em que estaria caso tivesse adquirido a sociedade. Tal cálculo é de difícil estimação. Contudo, como já salientado, em uma perspectiva econômica o que deve ser analisado é o valor que o comprador frustrado dava à sociedade, ou seja, seu *valuation*. Assim, uma das hipóteses para o cálculo do dano nesse caso seria a subtração do *valuation* do comprador pelo preço ofertado pela sociedade objeto. Para o vendedor frustrado, o cálculo contaria com mais peculiaridades, sendo situação menos complexa aquela em que a sociedade tivesse sido negociada acima do seu *valuation*, fazendo jus à diferença.

A jurisprudência brasileira afasta majoritariamente a possibilidade de indenização pelo interesse positivo nos casos em que haja quebra abrupta das negociações – como apresentado acima, a posição jurisprudencial consolidada adota a premissa do interesse negativo para definir o dano indenizável. Contudo, em situações limítrofes, o interesse positivo já foi tutelado. Uma delas é o já citado Caso dos Tomates, no qual o TJRS determinou a indenização aos produtores de tomate pelo equivalente ao que teriam recebido caso o contrato de compra da safra houvesse sido firmado e cumprido.

Mais recentemente, a 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial do Tribunal de Justiça de São Paulo julgou um caso entre o DJ Alok Achkar Peres Petrillo (Alok) e a marca de roupas Cavalera Comércio e Confecções Ltda (Cavalera). No caso, Alok licenciaria sua marca para a confecção de uma coleção para a Cavalera, com a elaboração de protótipos e existindo encorajamento para que a marca de roupas continuasse a desenvolver a coleção. Além disso, houve diversas trocas entre as partes sobre o futuro contrato a ser celebrado, tendo Alok inclusive selecionado as peças que teriam sua aprovação. Ainda, ficou

432 COOTER, Robert; ULEN, Thomas. Law and Economics. 6th edition, Berkeley Law Books, 2016.

confirmado que Alok estava negociando com outras marcas de roupa, em que pese a existência de obrigação de exclusividade.

Diante do cenário posto, o TJSP decidiu pela responsabilidade de Alok, pois estimulou, durante meses, a Cavalera a despender recursos negociando para, às vésperas do lançamento da linha de roupas, desistir do negócio. O Tribunal, em que pese reconheça a inexistência de um contrato final celebrado, entendeu que as negociações estavam tão avançadas que o dever de indenizar deveria ser pleno, como se o contrato houvesse sido concluído. A condenação imposta foi a de ressarcimento dos danos emergentes consistentes em tudo o que a Cavalera despendeu com o desenvolvimento da coleção, bem como lucros cessantes, tendo por base o que a Cavalera deixou de auferir em razão da perda de um ganho esperado com vendas da coleção. Em outras palavras, tutelou-se o interesse positivo.

Os casos citados são de responsabilidade pré-contratual, mas sua lógica também se aplicaria, até com maior facilidade, à responsabilidade contratual pela resolução decorrente do inadimplemento. Nesse sentido, Steiner defende que existe uma falsa incompatibilidade entre a resolução e o interesse positivo. Assim, o credor lesado deveria ser recolocado na situação em que estaria caso o contrato houvesse sido cumprido, ainda que resolvido pelo inadimplemento.

Para Tepedino⁴³³, o interesse positivo remete ao ressarcimento dos valores decorrentes do conteúdo contratual, avaliando-se o

433 “No que tange aos interesses positivos, portanto, os valores a serem ressarcidos decorrem do conteúdo contratual. Avalia-se o que se perdeu e o que se deixou de ganhar tendo por parâmetro a comutatividade contratual. Aqui o lucro cessante é valorado pelo que razoavelmente se deixou de obter no contrato inadimplido, ainda que a ruptura tenha ocorrido na fase das tratativas que se viram injustamente interrompidas pela outra parte. Em outras palavras, o interesse positivo busca remeter as partes ao estado jurídico em que se encontrariam caso o contrato viesse a ser celebrado. Especificamente no âmbito da responsabilidade pré-contratual, a possibilidade de ressarcimento pelo interesse positivo mostra-se bastante controversa. Em geral, mostra-se razoável afastar a indenização pelo “interesse no cumprimento do contrato” nas hipóteses em que sequer há contrato firmado. A admissão de interesses positivos, contudo, pode se revelar plausível desde que se considere, em relação a certas obrigações, o contrato (ou parte autônoma dele) já formado, extrapolando-se, portanto, a fase pré-contratual. Desse modo, admitir-se-ia, nessa hipótese, a indenização pelo interesse positivo, mesmo no caso de ruptura

que se perdeu e o que se deixou de ganhar, tendo por parâmetro a comutatividade contratual. O lucro cessante seria aqui valorado pelo que se deixou de obter no contrato inadimplido. Expõe o autor que tal responsabilidade na fase pré-contratual é controversa e deve, via de regra, ser afastada quando sequer há contrato firmado. Contudo, admite razoável a indenização pelo interesse positivo quando, em relação a determinadas obrigações, o contrato, ou parte dele, já está formado, o que extrapolaria a fase pré-contratual.

Vale aqui também a menção – e as ressalvas – dos casos de compra de venda de imóveis julgados pelo STJ que, em certa medida, tomam o interesse positivo como parâmetro para a indenização pelo inadimplemento contratual. Assim, em que pese não seja a regra, é salutar a discussão de quando o interesse positivo deveria ser tutelado, inclusive no contexto de M&A.

4. CONCLUSÕES

Não há respostas definitivas sobre o melhor tratamento a ser dado para frustrações de operações de M&A. Não fechar o negócio vai sempre fazer parte do jogo. Contudo, é função do direito ofertar mecanismos eficazes para que as partes tenham segurança ao negociar, seja para que possam compelir a outra parte a cumprir o contrato, seja para não serem obrigadas a fazer aquilo que não contrataram, ao império da autonomia privada.

Como visto, a saída primária do direito brasileiro, para os casos que a comportem, é a execução específica. Contudo, nem sempre o remédio será possível de aplicação prática, tendo em vista a

injusta das negociações. Para o desenvolvimento de construção dessa envergadura mostra-se valiosa a recuperação dos subsídios doutrinários oferecidos pela doutrina das atividades sem negócio e dos comportamentos sociais típicos, que poderiam demonstrar a possibilidade de produção de efeitos do contrato antecedente ou independentemente no negócio jurídico que o constitui”. TEPEDINO, Gustavo. Formação progressiva dos contratos e responsabilidade pré-contratual: notas para uma sistematização. In *Direito, Cultura, Método: Leituras da obra de Judith Martins Costa*. Rio de Janeiro: GZ Editora, 2019, p. 598-599.

complexidade comum às operações. Para esses casos, restaria a tutela pelas perdas e danos.

A saída contratual pela cláusula penal ou pré-liquidação dos danos parece ser uma boa opção para se resguardar um valor mínimo a ser indenizado em caso de frustração da operação. Mas, na prática, tal cláusula pode ser um empecilho às negociações e as partes acabam por deixar de prever tal instrumento, assim como há a possibilidade de revisão pelo órgão julgador.

Na ausência de previsão contratual, restaria as partes pleitear a indenização que entendessem cabível, podendo se pautar pelo interesse negativo, que parece ser a regra, e o interesse positivo, que se apresenta como exceção. As partes também devem ter isso em mente ao entrar numa negociação.

Por fim, considerando que tais disputas ocorrem majoritariamente em arbitragem, esta poderia ser uma via para um tratamento mais adequado da equação execução específica e dano para as mais diferentes hipóteses de caso concreto. Não é segredo que tribunais arbitrais dispõe de mais tempo e têm maior flexibilidade para disciplinar o procedimento, o que pode resultar em um melhor tratamento da prova, por exemplo. Ainda, como defende Carmona, o árbitro tem missão autônoma e não há um dever de ser coerente com o entendimento dos tribunais estatais sobre a aplicação da norma⁴³⁴, podendo assim aplicar o direito da forma que melhor atenda o caso concreto.

434 “Diante disso, é importante ressaltar que a missão do árbitro é autônoma e diferente da dos magistrados. Não há qualquer dever de ser coerente com o ordenamento jurídico ou com o entendimento que os Tribunais Estatais dão a determinada norma jurídica. A missão do árbitro é resolver um litígio em específico e para tanto seus deveres e função são especiais. Ainda que o precedente seja tomado como norma de direito, sua não observância caracterizará, no limite, a má-aplicação do direito pelo árbitro, o que não comporta correção judicial nem expõe a sentença arbitral à demanda anulatória”. CARMONA, Carlos Alberto; MACHADO FILHO, José Augusto Bittencourt. Arbitragem: jurisdição, missão e justiça in Constituição da República 30 anos depois: uma análise prática da eficiência dos direitos fundamentais. Estudos em homenagem ao Ministro Luiz Fux/Abhner Youssif Mota Arabi, Fernando Maluf, Marcello Lavenère Machado Neto (Coord.). - Belo Horizonte: Fórum, 2019, p. 225.

BIBLIOGRAFIA

ARNOLD, Theresa; DIXON, Amanda; TANNE, Hadar; SHERRIL, Madison; GULATI, Mitu. 'Lipstick on a Pig': Specific Performance Clauses in Action (November 25, 2020). Duke Law School Public Law & Legal Theory Series No. 2020-77.

ASSIS, Araken de. Dano positivo e dano negativo na dissolução do contrato. Revista da Associação dos Juizes do Rio Grande do Sul (Ajuris). n. 60, março, 1994.

BIGONI, Maria; BORTOLOTTI, Stefania; PARISI, Francesco; PORAT, Ariel. Unbundling Efficient Breach: An Experiment," Coase-Sandor Working Paper Series in Law and Economics, No. 785 (2016).

CARMONA, Carlos Alberto; MACHADO FILHO, José Augusto Bittencourt. Arbitragem: jurisdição, missão e justiça in Constituição da República 30 anos depois: uma análise prática da eficiência dos direitos fundamentais. Estudos em homenagem ao Ministro Luiz Fux/ Abhner Youssif Mota Arabi, Fernando Maluf, Marcello Lavenère Machado Neto (Coord.). - Belo Horizonte: Fórum, 2019.

COOTER, Robert; ULEN, Thomas. Law and Economics. 6th edition, Berkeley Law Books, 2016.

DE GEEST, Gerrit. N Problems Require N Instruments (June 7, 2012). International Review of Law and Economics, Vol. 35, 2013, Washington University in St. Louis Legal Studies Research Paper No. 12-05-20.

DISTRITO FEDERAL, Superior Tribunal de Justiça, Processo 0200890-97.2010.8.26.0100.

DISTRITO FEDERAL, Superior Tribunal de Justiça, Processo AgRg no AREsp 486194/BA.

DISTRITO FEDERAL, Superior Tribunal de Justiça, Processo REsp 1854803/AC.

DISTRITO FEDERAL, Supremo Tribunal Federal, Processo RE88.716/RJ.

FERREIRA, Mariana Martins-Costa. Reflexões sobre o regime jurídico do acordo de acionistas e seus mecanismos de cumprimento forçado. In YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti (coords). Processo Societário, Vol. II. São Paulo: Quartier Larin, 2015.

FORGIONI, Paula Andrea. Contratos Empresariais: Teoria geral e aplicação. 5ª edição, São Paulo: Revista dos Tribunais, 2020.

FORGIONI, Paula Andrea. Teoria geral dos contratos empresariais. 2ª edição, São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016.

GORESCU, Carla Pavesi. Delimitação da indenização em operações de fusões e aquisições no Brasil. Dissertação de Mestrado, Fundação Getúlio Vargas, 2019.

KÜMMEL, Dóris Amaral. A disciplina jurídica do rompimento injustificado de negociações pré-contratuais no direito brasileiro e no direito alemão. Monografia, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, 2013.

MACNEIL, Ian R. Efficient Breach of Contract: Circles in the sky. Virginia Law Review, May, 1982, Vol. 68.

MARTINS-COSTA, Judith. Responsabilidade civil contratual. Lucros cessantes. Interesse positivo e interesse negativo. Distinção entre lucros cessantes e lucros hipotéticos. Dever de mitigar o próprio dano. Dano moral e pessoa jurídica. In: LOTUFO, Renan; NANNI, Giovanni Ettore; MARTINS, Fernando Rodrigues (Coords.). *Temas relevantes do direito civil contemporâneo: reflexões sobre os 10 anos do Código Civil*. São Paulo: Atlas, 2012.

NARCIZO, Bruna. Paper Excellence vence arbitragem contra J&F em briga pela Eldorado. Folha de São Paulo, 2021. <<https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2021/02/paper-excellence-vence-arbitragem-contra-jf-em-briga-pela-eldorado.shtml>>. Acesso em dezembro/2021.

OLIVEIRA, Nuno Manuel Pinto. Culpa in cotrahendo. Interesse contratual negativo e interesse contratual positivo. Ac. do STJ de 26.1.2006. Proc. 4063/05. Anotações. In Caderno de Direito Privado, n 20, outubro/dezembro, 2007.

OSBORNE, M. An Introduction to Game Theory. Oxford University Press, 2003.

PELA, Juliana Krueger. “Inadimplemento Eficiente” (Efficient Breach) nos Contratos Empresariais. In Cadernos do Programa de Pós-Graduação Direito/UFRGS, vol. 11, n. 2, 2016.

POPP, Carlyle. Responsabilidade civil pré-negocial: o rompimento das tratativas. Curitiba: Juruá, 2001.

POSNER, Richard A. Let Us Never Blame a Contract Breaker. 107 Michigan Law Review 1349 (2009).

RIO DE JANEIRO, Tribunal de Justiça, Processo n. 0009297-72.2013.8.19.0001.

RIO GRANDE DO SUL, Tribunal de Justiça, Processo nº 591028295.

São Paulo, Foro Central Cível, processo 0631007-55.2000.8.26.0100.

SÃO PAULO, Foro Central Cível, Processo n. 1027596-98.2021.8.26.0100.

SÃO PAULO, Tribunal de Justiça, Processo n. 7.155.293-9.

SÃO PAULO, Tribunal de Justiça, Processo nº 0005452-31.2013.8.26.0100.

SCHREIBER, Anderson; TARTUCE, Flávio; BRANDÃO, Everilda; ANDRADE, Gustavo Henrique Baptista; FROTA, Pablo Malheiros da Cunha. Renegociação dos contratos preliminares (promessa) societários na pandemia de covid-19: Um diálogo comparado luso-brasileiro à luz da alteração das circunstâncias. Migalhas, 2020. <<https://www.migalhas.com.br/coluna/migalhas-contratuais/325753/a-renegociao-dos-contratos-preliminares--promessa--societarios-na-pandemia-de-covid-19-um-dialogo-comparado-luso-brasileiro-a-luz-da-alteracao-das-circunstancias>>. Acesso em dezembro/2021.

SILVA, Rodrigo da Guia. Interesse contratual positivo e interesse contratual negativo: influxos da distinção no âmbito da resolução do contrato por inadimplemento. Revista IBERC, v. 3, n. 1, p. 1-37, jan.-abr./2020.

STEINER, Renata. Interesse Positivo e Interesse Negativo: a reparação de danos no direito privado brasileiro. 2016. Tese de Doutorado, Universidade de São Paulo. São Paulo, 2016.

TEPEDINO, Gustavo. Formação progressiva dos contratos e responsabilidade pré-contratual: notas para uma sistematização. In Direito, Cultura, Método: Leituras da obra de Judith Martins Costa. Rio de Janeiro: GZ Editora, 2019.

VALENTE, Fernanda. Conflitos sobre fusões e entre sócios são os mais levados para arbitragem, diz pesquisa. Conjur, 2019. <<https://www.conjur.com.br/2019-fev-27/conflitos-internos-fusoes-sao-levdos-arbitragem>>. Acesso em dezembro/2021.

ZANETTI, Cristiano de Souza. Responsabilidade pela ruptura das negociações. São Paulo: Juarez de Oliveira, 2005.

