



Revista de Direito Mercantil

industrial, econômico e financeiro



Edição Especial – M&A

Vol. nº182/183, ago. 2021/jul. 2022

RDM 182/183

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

ISBN 978-65-6006-071-5

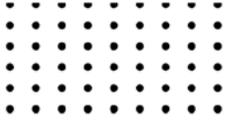


9 786560 060715 >

IDGLOBAL
Instituto de Direito Global

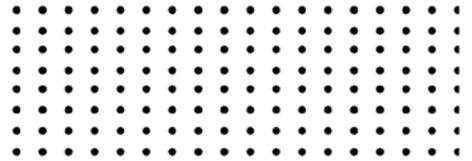
rdm
revista de direito mercantil

EXPERT
EDITORA DIGITAL



Revista de Direito Mercantil

industrial, econômico e financeiro



Edição Especial – M&A

Vol. nº182/183, ago. 2021/jul. 2022

REVISTA DE DIREITO MERCANTIL
industrial, econômicoe financeiro
182/183

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

Ano LX (Nova Série)
Agosto 2021/Julho 2022

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

FUNDADORES:

1 a FASE: WALDEMAR FERREIRA

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

CONSELHO EDITORIAL:

Alexandre Soveral Martins

Carlos Klein Zanini

Jorge Manuel Coutinho de Abreu

Judith Martins-Costa

Paulo de Tarso Domingues

Rui Pereira Dias

Ana de Oliveira Frazão

Gustavo José Mendes Tepedino

José Augusto Engrácia Antunes

Luís Miguel Pestana de Vasconcelos

Ricardo Oliveira Garcia

Sérgio Campinho

COMITÊ DE REDAÇÃO:

Antonio Martín

Calixto Salomão Filho

Eduardo Secchi Munhoz

Francisco Satiro De Souza Junior

José Alexandre Tavares Guerreiro

Juliana Krueger Pela

Mauro Rodrigues Penteado

Marcos Paulo De Almeida Salles

Newton de Lucca

Paulo Fernando Campos Salles De Toledo

Priscila Maria Pereira Corrêa Da Fonseca

Balmes Vega Garcia

Carlos Pagano Botana Portugal Gouvêa

Erasmus Valladão Azevedo E Novaes
França

Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa

José Marcelo Martins Proença

Luiz Gastão Paes de Barros Leães

Manoel De Queiroz Pereira Calças

Marcelo Vieira Von Adamek

Paula Andréa Forgioni

Paulo Frontini

Rachel Sztajn

Roberto Augusto Castellanos Pfeiffer
Sheila Christina Neder Cerezetti

Rodrigo Octávio Broglia Mendes
Vinícius Marques De Carvalho

COORDENADORES ASSISTENTES DE EDIÇÃO:

Matheus Chebli De Abreu

Michelle Baruhm Diegues

ASSESSORIA DE EDIÇÃO DISCENTE:

Beatriz Leal de Araújo Barbosa da Silva

Daniel Fermann

Heloisa de Sena Muniz Campos

Lara Aboud

Larissa Fonseca Maciel

Luma Luz

Maria Eduarda da Matta Ribeiro Lessa

Mateus Rodrigues Batista

Rafaela Vidal Codogno

Victoria Rocha Pereira

Virgílio Maffini Gomes

REVISTA DE DIREITO MERCANTIL

Publicação semestral da Editora Expert LTDA

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

Diretores: Luciana de Castro Bastos, Daniel Carvalho

Direção Executiva: Luciana de Castro Bastos

Direção Editorial: Daniel Carvalho

Diagramação e Capa: Editora Expert

Revisão: Do Autor

A regra ortográfica usada foi prerrogativa do autor.



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

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

ISBN: 978-65-6006-071-5

Publicado Pela Editora Expert, Belo Horizonte, Abril de 2024

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

Pedidos dessa obra:

experteditora.com.br

contato@editoraexpert.com.br



EXPERT
EDITORA DIGITAL

AUTORES

Daniel Pereira Campos

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

Rafael Cimatti Elias

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

Ricardo Villela Mafra Alves da Silva

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

João Paulo Braune Guerra

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

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

Fabiana Pereira Velloso

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

Natália Villas Bôas Zanelatto

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

Renan Varollo Perlati

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

Alexandre Ginzel

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

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

Caio Henrique Carvalho de Siqueira Lima

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

Gustavo Ferreira de Campos

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

Camila Vallim Almirall

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

Manoela Bruno Morales Naquis

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

Gabriela Moreira Cicillini

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

Ernesto Luís Silva Vaz

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

SUMÁRIO

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

Daniel Pereira Campos, Rafael Cimatti Elias

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

Ricardo Villela Mafra Alves da Silva

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

João Paulo Braune Guerra

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

Fabiana Pereira Velloso

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

Natália Villas Bôas Zanelatto

As cláusulas de remédio único e o dolo no direito brasileiro159

Renan Varollo Perlati

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

Alexandre Ginzal

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

Caio Henrique Carvalho de Siqueira Lima

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

Gustavo Ferreira de Campos

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

Camila Vallim Almirall

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

Manoela Bruno Morales Naquis

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

Gabriela Moreira Cicillini

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

Ernesto Luis Silva Vaz

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).

THE PARADOX BETWEEN THE PROVISION OF *DEAL PROTECTION DEVICES* AND THE FULFILLMENT OF FIDUCIARY DUTIES BY DIRECTORS IN MERGER AND ACQUISITION (M&A) TRANSACTIONS.

Gabriela Moreira Cicillini (USP, Ribeirão Preto)

RESUMO

No decorrer de uma operação de fusão e aquisição (M&A), é possível, e frequente, que sejam previstas cláusulas que visam proteger o primeiro proponente (*finder*), denominadas de *deal protection devices*, as quais atuam tanto para estimular que uma oferta inicial seja realizada quanto para compensar os custos significativos que o *finder* incorre. Para que esses instrumentos sejam estipulados, é necessário que os administradores da empresa-alvo autorizem a inclusão de tais disposições, ato este que, por sua vez pode ser considerado como contrário aos interesses da companhia, ou seja, como uma violação aos deveres fiduciários, levando-nos a um paradoxo: ao passo que os *deal protection devices* são ferramentas responsáveis por incentivar a primeira oferta, sua estipulação pode resultar em alegações de quebra dos deveres fiduciários por parte dos administradores. Desse modo, tendo em vista que a cláusula de exclusividade e a *break-up fee* são os *deal protection devices* mais conhecidos e frequentes no contexto brasileiro, por meio de pesquisas bibliográficas e documentais, o intuito deste artigo é analisar de maneira pormenorizada como e por que surge esse paradoxo, explicando as principais objeções e esmiuçando, para isso, os deveres fiduciários, a cláusula de exclusividade e a *break-up fee*, para, em momento posterior, apresentar *cases* que refletem como

a questão é lidada na prática, inclusive apontando as hipóteses em que incide o *business judgment rule*, visando concluir qual a tendência da doutrina e jurisprudência brasileira sobre o tema.

Palavras-Chave: Fusões e Aquisições; Paradoxo; Deveres Fiduciários; *Deal Protection Devices*; Exclusividade; *Break-up fee*; *Business Judgment Rule*.

ABSTRACT

During the course of a merger and acquisition (M&A) transaction it is possible, and frequent, that clauses that aim to protect the first bidder (finder) are foreseen, called deal protection devices, which act both to stimulate that an initial offer is made and to compensate the significant costs that the finder incurs. For these instruments to be stipulated, it is necessary that the directors of the target authorize the inclusion of such provisions, which in turn may be considered as contrary to the interests of the company, that is, as a breach of fiduciary duties, leading us to a paradox: while deal protection devices are the tools responsible for encouraging the first offer, their stipulation may result in allegations of breach of fiduciary duties by the directors. Therefore, considering that the exclusivity clause and the break-up fee are the best known and most frequent deal protection devices in the Brazilian context, by using bibliographical and documental research, the purpose of this article is to analyze in detail how and why this paradox arises, explaining the main objections and unraveling for this purpose, the fiduciary duties, the exclusivity clause and the break-up fee, in order to, at a later stage, present cases that reflect how the issue is dealt with in practice, including pointing out the hypotheses in which the business judgment rule applies, aiming to conclude what is the tendency of Brazilian doctrine and jurisprudence on the subject.

Keywords: Mergers and Acquisitions; Paradox; Fiduciary Duties; Deal Protection Devices; Exclusivity; Break-up Fee; Business Judgment Rule.

INTRODUÇÃO

As operações de M&A, denominadas de *mergers and acquisitions* ou, em português, fusões e aquisições, de maneira geral, compreendem negócios jurídicos ou formas de reorganização societária que objetivam a alienação de participação societária e a consequente expansão de negócios. Os administradores da companhia-alvo, os quais, de uma forma geral, vêm ao longo dos anos adotando uma posição de destaque e liderança, gerenciando de fato as empresas de capital pulverizado, possuem a importante responsabilidade de conduzir a operação, assegurando que os termos e condições negociados espelhem a vontade da companhia que optou pela realização do negócio.

Estes administradores, no âmbito de sua atuação dentro da companhia, devem seguir uma série de deveres, denominados deveres fiduciários, os quais encontram-se previstos em lei, quais sejam o dever de diligência e o dever de lealdade e, mais do que isso, não podem intervir quando existente um conflito entre seus interesses pessoais e os interesses da sociedade, sendo que a violação dos deveres fiduciários e a priorização de seus interesses pessoais em detrimento dos interesses da companhia podem acarretar na sua responsabilização.

Considerando que os deveres fiduciários, tanto no ordenamento jurídico brasileiro quanto no direito norte americano, consistem em padrões de comportamento, a ocorrência, ou não, da violação desses deveres e a existência de conflitos de interesse podem variar de acordo com o caso concreto, sendo certo que as situações envolvendo as operações de M&A não fogem a essa regra, de forma que, atualmente, remanesce discussões quanto a atuação dos administradores nesse cenário, principalmente quando da anuência da estipulação dos denominados *deal protection devices*, senão vejamos.

Dar início às negociações de determinada companhia é um desafio, tendo em vista que o primeiro interessado (*first bidder ou finder*) incorre em significativos custos relacionados ao desbravamento da empresa-alvo, como por exemplo, despesas com advogados,

assessores financeiros, contadores, os custos de oportunidade e o próprio tempo dispendido, custos estes, diretos e indiretos, que, uma vez fracassada a operação, não podem ser recuperados pelo *finder*, tratando-se de *sunk costs*. Dessa forma, para estimular a primeira proposta, os administradores da companhia podem optar por adotar mecanismos que protejam o primeiro interessado. Estes instrumentos são denominados de *deal protection devices*, os quais tem por intuito estimular e preservar a concretização da operação de M&A, ou seja, é uma forma de assegurar o sucesso do negócio. Existem diversos *deal protection devices*, mas neste artigo retrataremos as duas cláusulas mais utilizadas no contexto brasileiro, quais sejam: a cláusula de exclusividade e a *break-up fee*,

Em razão do teor dos mecanismos supra apresentados, qual seja de inibir propostas concorrentes na operação e prever multa compensatória a ser arcada pela companhia-alvo caso não se concretize a operação, os quais inegavelmente beneficiam o interessado e geram possíveis custos para a sociedade, dá-se origem a um paradoxo. Em breve síntese, para estimular a primeira proposta faz-se necessário autorizar instrumentos que beneficiem o *first bidder*, entretanto, estes instrumentos podem ser considerados contrários ao melhor interesse da companhia, afinal eles restringem a possibilidade de a empresa-alvo solicitar, negociar e responder a ofertas concorrentes, ainda que favoráveis, além de determinar o pagamento de multa se verificado determinados “gatilhos”.

Ante o exposto, temos que ao passo que os *deal protection devices* são ferramentas fundamentais para que a operação receba uma oferta inicial, sua previsão pode ocasionar a alegação de violação dos deveres fiduciários pelo administrador, que também está sujeito a enfrentar alegações envolvendo eventual conflito de interesses, quando a concretização da operação puder gerar consequências que lhe são favoráveis.

Assim, dado o contexto ora apresentado, o intuito do presente artigo é analisar como o direito retrata essas implicações quando da estipulação de cláusula de exclusividade e *break-up fee* em contratos de

M&A. Para isso, no primeiro capítulo analisaremos quais são os deveres fiduciários disciplinados no Brasil, além de entendermos o que seria considerado como conflito de interesses e quando os administradores são responsabilizados, enfatizando a regra de não responsabilização do *business judgment rule*.

Tecidas essas considerações, no segundo capítulo serão apresentados os *deal protection devices* e, especificamente, examinaremos as cláusulas de não exclusividade e a *break-up fee*, justamente para entendermos sua funcionalidade dentro da operação de M&A, explorando assim seus conceitos, natureza jurídica e objetivos, o que nos faz entender o porquê é dito que existe um paradoxo.

No terceiro e último capítulo analisaremos casos práticos, além de posicionamentos doutrinários e estudos estatísticos, envolvendo a estipulação de cláusulas de exclusividade e/ou *break-up fees* e operações de M&A, a partir dos quais poderemos depreender a tendência da doutrina e jurisprudência brasileira.

1. OS DEVERES FIDUCIÁRIOS, O CONFLITO DE INTERESSES E A RESPONSABILIZAÇÃO DOS ADMINISTRADORES NO ORDENAMENTO JURÍDICO BRASILEIRO.

Na seção IV, intitulada de deveres e responsabilidades, a Lei 6.404/1976 (Lei das Sociedades Anônimas - LSA) dispõe acerca dos deveres fiduciários dos administradores, os quais são previstos em razão da situação jurídica de poder em que se encontra o administrador da companhia, que pode dispor dos bens da sociedade, tal como um proprietário, haja vista sua função de gestor, proveniente da lei e do estatuto social, nas palavras de Modesto Carvalhosa “o acionista, ao aportar capital na companhia, estabelece com seus administradores uma relação fiduciária, por meio da qual lhes confia total liberdade para controlar e administrar tal patrimônio” (CARVALHOSA, 2011, p. 316)

Os deveres fiduciários se subdividem de dois deveres basilares: (i) o de agir com diligência (*duty of care*), expresso no artigo 153 da LSA e (ii) o de agir com lealdade (*duty of loyalty*), disposto no artigo 155 da LSA. Além disso, a Lei das Sociedades Anônimas estabelece que o administrador deve agir no interesse da companhia, o que se encontra no artigo 154, ainda, veda a intervenção do administrador em caso de conflito de interesses (artigo 156) e disciplina as situações em que os administradores poderão ou não ser responsabilizados. Sob esse prisma, de maneira geral, em virtude dos deveres fiduciários, o administrador encontra-se obrigado a evitar que a sociedade sofra prejuízos devido seus atos ou omissões, sendo vedado que o mesmo aufera benefício próprio, independentemente do efetivo prejuízo da companhia.

Tido como o mais importante e de difícil caracterização, o dever de diligência, inspirado no *standard of care* do direito norte americano, descrito no artigo 153 da LSA, determina que o administrador exerça suas funções com cuidado e diligência “que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração de seus próprios negócios” (BRASIL, 1976). Este dever, portanto, diz respeito a forma de atuação do administrador, sendo um padrão geral de conduta que deve seguido pelo administrador, cuja análise se dá sob uma perspectiva procedimental (CVM, 2006), sendo evidente sua subjetividade. Sob esse prisma, vale destacar que autora Flávia Parente destrincha o dever de diligência em cinco específicos deveres, quais sejam (i) dever de se qualificar para exercer o cargo; (ii) dever de bem administrar a companhia; (iii) dever de se informar, (iv) dever de investigar, isto é, de examinar de forma crítica as informações que lhes são passadas; e (v) dever de vigiar (PARENTE, 2005, p.101-102).

Por sua vez, o dever de lealdade, disposto no artigo 155 da LSA, que, embora próximo, se diferencia do dever de diligência, determina, como o próprio nome infere, que o administrador aja com lealdade. Assim, em resumo, deverá o administrador servir à sociedade não dela se servir, sendo leal a companhia e aos seus interesses. Trata-se de obrigações tanto negativas como positivas, que vão além do

estabelecido em Lei, afinal, o padrão de lealdade é medido conforme o caso concreto, sendo uma “escala móvel, não fixa” (LAMY FILHO; PEDREIRA, 2017, p.822). Ainda, observa-se que dispositivo apresenta vedações, quais sejam:

Artigo 155 [...] I - usar, em benefício próprio ou de outrem, com ou sem prejuízo para a companhia, as oportunidades comerciais de que tenha conhecimento em razão do exercício de seu cargo; II - omitir-se no exercício ou proteção de direitos da companhia ou, visando à obtenção de vantagens, para si ou para outrem, deixar de aproveitar oportunidades de negócio de interesse da companhia; III - adquirir, para revender com lucro, bem ou direito que sabe necessário à companhia, ou que esta tencione adquirir (BRASIL, 1976).

Depreende-se da leitura das vedações supramencionadas que a violação do dever de lealdade relaciona-se a um interesse extra social do administrador, que supera o interesse pelo bem da companhia. Nesse sentido, observa-se que o legislador estabeleceu de forma expressa que o dano não é requisito para que seja caracterizada a violação, ou seja, basta que o administrador aja ou se omita nos termos da lei para que se configure o descumprimento do dever de lealdade. Inclusive, é pacífica a jurisprudência da CVM que entende que o ato lesivo à lealdade deve ser doloso e intencional, senão vejamos:

“(...) ato desleal, em oposição à falta de diligência, que se associa à culpa em sentido estrito, ação ou omissão dolosa do gestor ou administrador, que atua deliberadamente em detrimento dos interesses dos cotistas. É verdade que dessa conduta intencional pode resultar, em certos casos, vantagem indevida para o infrator ou terceiro, mas esse resultado é meramente acidental e eventual, vez que não integra o tipo correspondente à infração.” (CVM, 2018, p.20)

Além disso, frisa-se que, embora não expresso em lei, o direito brasileiro admite um dever geral de lealdade societária, que consiste no dever de lealdade para com os acionistas, desde que não seja divergente⁶⁰⁷ aos interesses da companhia (CARVALHO; ZANIN, 2022, p.79).

Por sua vez, o dever de agir conforme os interesses da Companhia, disposto no artigo 154 da LSA, além de determinar qual deve ser a finalidade das ações do administrador, também estabelece as seguintes vedações:

§2º É vedado ao administrador: a) praticar **ato de liberdade⁶⁰⁸ à custa da companhia**; b) sem prévia autorização da assembleia geral ou do conselho de administração, tomar por **empréstimo recursos ou bens da companhia**, ou usar, em proveito próprio, de sociedade em que tenha interesse, ou de terceiros, os seus bens, serviços ou crédito; c) receber de terceiros, sem autorização estatutária ou da assembleia geral, qualquer modalidade de **vantagens pessoal**, direta ou indireta, em razão do exercício do seu cargo (BRASIL, 1976).

Dessa forma, temos que o poder atribuído ao administrador deve necessariamente ser exercido conforme o interesse da companhia e, mais do que isso, referido interesse é o que orienta e limita a discricionariedade do administrador (LAMY FILHO; PEDREIRA, 2017, p.816), sendo caracterizado o desvio de poder nas hipóteses em que o administrador usar de seu poder e discricionariedade para

607 Nesse sentido, insta mencionar o artigo 154, §1º, que trata do dever de independência do administrador, dispondo que “§ 1º O administrador eleito por grupo ou classe de acionistas tem, para com a companhia, os mesmos deveres que os demais, não podendo, ainda que para defesa do interesse dos que o elegeram, faltar a esses deveres.” (BRASIL, 1976)

608 Em breve síntese, são atos que diminuem o patrimônio da companhia e não resultam em benefício ou vantagem econômica, portanto, são atos contrários a busca do lucro que, em regra, é o principal objetivo de sociedades empresárias.

atingir outros objetivos que não interesse social, interesse este que é justamente a realização do objeto social.

Nota-se, que os conceitos descritos acima, dispostos na LSA, refletem padrões de comportamentos, positivos e negativos, os quais, em vista de sua abrangência e generalidade, conferem ao hermenauta certa liberdade de interpretação (*ibidem*, p.792). Por isso, decisões judiciais envolvendo o tema podem variar conforme o caso, o que torna a presente análise ainda mais importante e relevante.

Além dos deveres supramencionados, a Lei das Sociedades Anônimas regula o conflito de interesses com o objetivo de impedir que o administrador priorize o seu próprio interesse ao invés de privilegiar os interesses da companhia, trata-se do denominado *self-dealing*. Nesse sentido, o artigo 156, embora não conceitue o conflito de interesses, veda expressamente que o administrador interfira em qualquer operação social que tiver interesse conflitante com o da sociedade, bem como na deliberação que tomarem os demais administradores (BRASIL, 1976).

No conflito de interesses, portanto, como bem explica Nelson Eizirik, existe dois interesses contraditórios, o do administrador e o da sociedade, sendo que um não pode ser atendido sem que haja o sacrifício do outro (EIZIRIK, 2015, p.150). Sendo assim, destaca-se que a duplicidade em si não gera necessariamente o conflito de interesses, tendo em vista que este conflito só é relevante se houver a possibilidade do interesse da companhia ser sacrificado, ou seja, se houver a possibilidade de dano, prejudicando o perfazimento do objeto social (LAMY FILHO; PEDREIRA, 2017, p.840). Ademais, observa-se que, conforme observa Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, a doutrina vêm entendendo que se trata de matéria de fato e, portanto, deve ser analisada em cada caso concreto (*ibidem*, p.840).

Por fim, é válido assinalarmos como se dá a responsabilização dos administradores no direito brasileiro, que consta no artigo 158 da LSA. O dispositivo em seu *caput* enuncia que o administrador não será pessoalmente responsável quando, em nome da sociedade, realizar ato

regular de gestão, todavia, será civilmente responsável pelos prejuízos que gerar quando proceder (BRASIL, 1976):

Art. 158. [...] I - dentro de suas atribuições ou poderes, com culpa ou dolo; II - com violação da lei ou do estatuto. (*Ibidem*)

O artigo subsequente – art.159 - versa sobre a ação de responsabilidade e em seu parágrafo sexto, determina expressamente que “o juiz poderá reconhecer a exclusão da responsabilidade do administrador, se convencido de que este agiu de boa-fé e visando ao interesse da companhia” (BRASIL, 1976). Dessa forma, se constatada a boa-fé e a persecução dos interesses sociais, a exclusão da responsabilidade do administrador pode ocorrer ainda que, posteriormente, sua ação se mostre inadequada. Denominada de *business judgment rule*, essa regra parte do ponto de que os administradores possuem uma margem de discricionariedade para que façam escolhas razoáveis em prol da companhia. Sendo assim, não é possível responsabilizá-los, uma vez estando de boa-fé e prezando os interesses da sociedade, por não terem feito a escolha que, posteriormente, se revelou a melhor. Conforme explica Modesto Carvalhosa:

O *business judgment rule* estabelece, na verdade, um padrão de responsabilidade do administrador, ou seja, estabelece a presunção de que, ao decidirem a respeito da realização de determinado negócio, os administradores da companhia agiram, com conhecimento e informações adequados, com boa-fé, acreditando que as suas decisões foram tomadas de maneira a melhor atender aos interesses da companhia. (CARVALHOSA, 2011, p.318)

De acordo com Nelson Eizirik, o *business judgment rule* dá uma maior concretude ao padrão de conduta previsto no dever de diligência, haja vista que permite que o *standard* seja averiguado em casos concretos (EIZIRIK, 2015, p. 126). Além disso, explica o autor que será aplicado o *business judgment rule* quando da ocorrência dos seguintes requisitos: (i) existe uma decisão comissiva, ou seja, não se trata de uma conduta omissiva, (ii) não há interesse financeiro ou benefício pessoal a ser auferido pelo administrador, (iii) o administrador cumpriu o dever de se informar antes de tomar a decisão, (iv) o administrador, pela decisão, perseguiu o interesse social da companhia, e (v) o administrador agiu de boa-fé (*ibidem*, p. 125). Nesse sentido, destaca-se excerto da Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador 2005/1443, o qual apresenta critérios para a aplicação do *business judgment rule*:

- (i) Decisão informada: A decisão informada é aquela na qual os administradores basearam-se nas informações razoavelmente necessárias para tomá-la. Podem os administradores, nesses casos, utilizar, como informações, análises e memorandos dos diretores e outros funcionários, bem como de terceiros contratados. Não é necessária a contratação de um banco de investimento para a avaliação de uma operação;
- (ii) Decisão refletida: A decisão refletida é aquela tomada depois da análise das diferentes alternativas ou possíveis consequências ou, ainda, em cotejo com a documentação que fundamenta o negócio. Mesmo que deixe de analisar um negócio, a decisão negocial que a ele levou pode ser considerada refletida, caso, informadamente, tenha o administrador decidido não analisar esse negócio; e
- (iii) Decisão desinteressada: A decisão desinteressada é aquela que não resulta em benefício pecuniário ao administrador. Esse conceito vem sendo expandido para incluir benefícios que não sejam diretos para o administrador ou para instituições e empresas ligadas

a ele. Quando o administrador tem interesse na decisão, aplicam-se os standards do dever de lealdade (*duty of loyalty*). (CVM, 2006 p.29)

Quando tratamos de uma operação de M&A, existe uma inerente tensão envolvendo os deveres fiduciários do administrador, a existência de conflitos de interesses e a possibilidade de sua responsabilização, questões essas que não estão sujeitas a judicialização. Embora o artigo 136 da LSA estabeleça que as fusões, incorporações e cisões devem ser aprovadas pelos acionistas, inclusive mediante quórum qualificado (acionistas que representem metade, no mínimo, do total de votos conferidos pelas ações com direito a voto, se maior quórum não for exigido pelo estatuto) (BRASIL, 1976), a estipulação dos termos gerais da contratação é realizada pelos administradores, os quais, inclusive, não possuem a obrigação de buscar outras propostas ou de apresentar aos acionistas uma lista de opções. Sendo assim, os acionistas votam a operação proposta e aceita pela administração (GUERREIRO; BUSCHINELLI, 2022, p.124).

Considerando a situação acima exposta, tendo em vista que as discussões se tornam mais intensas quando da autorização pelos administradores da estipulação mecanismos protetivos à parte interessada pela empresa-alvo, a seguir conceituaremos e contextualizaremos esses instrumentos – denominados *deal protection devices* - para, em última instância, analisarmos cases que refletem como na prática o tema é retratado, no intuito de indicar qual a tendência da doutrina e jurisprudência brasileira.

2. OS CUSTOS DO *FINDER* E A PREVISÃO DOS *DEAL PROTECTIONS DEVICES* EM OPERAÇÕES DE M&A.

Os *deal protection devices*, são mecanismos contratuais que tem por objetivo travar (*lock-up*) a operação de M&A em andamento, permitindo e estimulando que ela seja fechada conforme o planejado. Esses instrumentos podem ser subdivididos em duas categorias:

(i) disposições que fixam o pagamento à parte prejudicada pela não concretização da operação, e (ii) disposições que tutelam a operação planejada da intervenção de uma outra operação (GUERREIRO; BUSCHINELLI, 2022, p.122). Nota-se, portanto, que os principais efeitos dos *deal protection devices* são (i) incentivar a realização da primeira proposta e (ii) desencorajar que terceiros façam outras propostas, efeitos esses possuem implicações opostas: ao passo que a indução *ex-ante* para o *finder* aumenta o valor dos negócios, o efeito dissuasor *ex-post* de novas propostas desestimula possíveis *overbids*. Além disso, nota-se que:

As duas maneiras pelas quais as medidas de proteção ao negócio são protetoras se reforçam mutuamente. Quanto mais formidável for a barreira que as medidas de proteção ao negócio erguem contra outros licitantes, maior será a probabilidade (na ausência de invalidação judicial das medidas) de que a transação seja de fato realizada e, portanto, nenhum dano compensável será sofrido. (STRINE JR, 2001, p. 922, tradução nossa)

Sob esse prisma, temos que, a rigor, ao estabelecer os *deal protection devices*, é restringida a possibilidade de a empresa-alvo solicitar, negociar e responder a ofertas concorrentes que lhes são favoráveis, afinal são medidas que protegem, defendem o *finder*, mesmo nas hipóteses em que outros proponentes inexistam, ou seja, trata-se de mecanismos necessariamente defensivos, sendo esta sua natureza.

Disposições dessa natureza obviamente defensiva (por exemplo, *no-shops*, *no-talks*, *termination fees* acionadas pela consumação de uma transação alternativa e *stock options* com o objetivo principal de destruir o tratamento de *pooling* para com outros proponentes) basicamente “protegem” o acordo e

suas partes da possibilidade de que uma transação rival venha a substituí-lo (BALZ, p.528, *tradução nossa*).

Justamente em vista dessa natureza defensiva que resulta no afastamento de potenciais ofertas, há doutrinadores que sustentam a proibição da utilização dos *deal protection devices* e, mais do que isso, há quem entenda que a estipulação de multas pode resultar na atuação desleal por parte dos administradores que poderiam privilegiar determinado proponente (GUERREIRO; BUSCHINELLI, 2022, p.130-131). Por outro lado, há quem veja os efeitos dos *deal protection devices* como positivos e, inclusive necessários.

No Brasil, os *deal protection devices* utilizados com maior frequência nas operações de M&A são a cláusula de exclusividade e a *break-up fee*. Ambas são usualmente estipuladas em benefício do *finder*, devido os esforços e recursos que ele dispense na operação com o intuito “desbravar” a empresa-alvo, antes do fechamento do negócio, que pode não se concretizar.

Estes custos são denominados de *costly courtship* (em português, “custo de namoro”), pois são incorridos para que o *first bidder* possa conhecer a empresa-alvo antes que seja celebrado o “casamento”, isto é, o contrato definitivo, e eles se tornam *sunk costs* quando a operação não se concretiza, ou seja, são custos que uma vez gastos não podem ser reavidos pelo *finder*. Vale pontuar que os custos de namoro, embora abranjam as despesas pecuniárias com advogados, contadores, assessores financeiros, entre outros profissionais, não são somente monetários, afinal, sobre o *finder* incorre, por exemplo, custos de oportunidade que consistem no benefício perdido em razão de determinada escolha e, mais do que isso, o próprio tempo gasto na operação fracassada se torna um custo, afinal são gerados lucros cessantes decorrentes de uma possível operação alternativa potencialmente bem-sucedida (WACHTEL, 1999, p.587). Além disso, vale mencionar os demais custos:

Os custos que podem ser acumulados durante essa fase incluem perda de clientes, rotatividade de funcionários, tempo, despesas judiciais e legais e, o mais importante, a perda de informações privilegiadas sobre uma empresa envolvida na transação. Além desses custos, a incerteza pode aumentar entre funcionários, clientes, fornecedores e outras partes interessadas importantes (BUTLER; SAUSKA, 2014, p.45-46).

Somado aos significativos custos que o *finder* precisa arcar, também há o justo receio de que sua proposta seja utilizada como um *stalking horse* para atrair concorrentes, os quais teriam certa vantagem competitiva por terem ciência da precificação da companhia-alvo pelo *finder*, sem incorrerem a custo algum (CVM, 2020, p.20). O que justifica o pedido, frequente, do *first bidder* pela exclusividade.

No âmbito das operações de M&A, a exclusividade pode ser subdividida em duas cláusulas: *no-shop* e *no-talk*. A disposição *no-shop* estabelece que a empresa-alvo não pode procurar ou solicitar, de forma direta ou indireta, propostas de outros potenciais compradores (GUERREIRO; BUSCHINELLI, 2022, p.123). Por sua vez, a cláusula *no-talk* determina que a empresa alvo ignore eventuais propostas que surjam através de terceiros. Ambas estão de acordo com o ordenamento jurídico brasileiro, pois não contrariam nenhuma obrigação descrita em normas, todavia, podem não atender ao interesse social da companhia, uma vez que seu objetivo, em suma, é impedir que a empresa alvo receba ou avalie novas propostas, as quais potencialmente podem ser melhores que a primeira oferta. Trata-se de um *deal protection device* excludente.

um *deal protection* excludente pode tender a impedir que os acionistas considerem determinada transação. Por exemplo, quando o *board* adota uma cláusula de “*no-talk*”, ele impede a comunicação com outros possíveis *bidders* da empresa. Ao fazer isso, o

board torna menos provável que outros *bidders* se apresentem, reduzindo assim a possibilidade de que os acionistas tenham ofertas alternativas para votar. Dependendo dos fatos do caso, esse *deal protection* pode ser considerado excessivamente excludente. (BALZ, p.530, tradução nossa)

Por sua vez, a *break-up fee* (também denominada de *termination fee*) é um mecanismo que estabelece o pagamento de um valor pré-fixado caso ocorra situações fáticas nela descritas, sendo muito utilizada como uma forma de compensar o interessado pela empresa-alvo quando do fracasso da operação, em razão dos investimentos que este *first bidder* efetuou para que a operação se concretizasse. Nesse sentido, pode ser conceituada como:

Promessa contratual do pagamento de uma soma em dinheiro acordada para o caso de a transação planejada se frustrar por certos motivos contratualmente determinados, que são imputáveis a nenhuma parte, ou que, não sendo imputáveis a nenhuma parte, ainda assim tornam inviável a transação (GUINOMET, 2003, p.20 *apud* ADAMEK, 2022, p.526).

A *break-up fee* é tida um importante instrumento para que seja dado o ponta pé inicial na operação. Isso porque, sua estipulação estimula o *first bidder* a apresentar sua oferta, que ficará mais disposto a arcar com os custos, já mencionados, associados à apresentação da primeira proposta em uma operação de M&A. Nesse sentido, há quem entenda que tais mecanismos trazem conforto e, inclusive, maximiza o valor dos negócios:

Os *deal protections devices* [nos Estados Unidos] proporcionam algum conforto às empresas de que caso assumam o risco de uma transação pública de M&A, elas terão alguma proteção, se, como pode

acontecer, outro ofertante acabar conseguindo o negócio, os órgãos reguladores disserem não, ou os acionistas do vendedor optem por não aceitar a oferta. Esse conforto, muitos acreditam, incentiva mais negócios que maximizam o valor, para o benefício dos acionistas. (RESTREPO; SUBRAMANIAN, 2017, p.80).

Os principais “gatilhos”, isto é, as situações, listadas no contrato, que geram o acionamento da cláusula são: (i) impedimentos ou restrições regulatórios, que vedam ou exigem excessiva contrapartida para que haja a autorização, (ii) alterações normativas supervenientes que impactam as partes, (iii) não obtenção dos recursos financeiros necessários para que ocorra o fechamento do negócio, (iv) desaprovação dos acionistas ou alteração nas recomendações do *board*, (v) ocorrência de hipótese prevista em cláusula MAC, (vi) abandono das negociações, entre outros (BARBOSA, 2022, p.332-333). Vale pontuar que o valor da *break-up fee* poderá variar conforme o gatilho que gerou o insucesso da operação e, mais do que isso, é possível que se acumulem hipóteses, tornando os valores da multa cumulativos (*ibidem*, p.336)

Quando estipulada com a finalidade de compensar o *finder* pelos custos incorridos na operação fracassada, tendo em vista seu caráter indenizatório, no contexto brasileiro, a doutrina majoritária, que inclui os professores Arnaldo Wald e Fábio Ulhôa Coelho, atribui à *break-up fee* a natureza jurídica de cláusula penal compensatória. No entanto, o tema é de certo modo polêmico já que a cláusula pode ser configurada também como multa penitencial, não exatamente como uma penalidade, mas como um salvo-conduto para que a operação possa ser abandonada. Não obstante as diferentes percepções acerca da natureza jurídica da cláusula, em parecer, bem dispôs José Alexandre Tavares Guerreiro e Gabriel Saad Kik Buschinelli:

De toda forma, sob nenhuma hipótese seria possível imaginar que uma obrigação assumida em um

contrato bilateral não seria exigível por não se amoldar em sentido estrito ao conceito dogmático de cláusula penal, até porque, prevalecendo entre particulares o princípio da autonomia privada, o Código Civil expressamente autoriza a celebração de contratos atípicos (CC, art. 425), atribuindo-se, a tais negócios, eficácia jurídica. (GUERREIRO; BUSCHINELLI, 2022, p.134)

Apesar das possíveis discussões envolvendo a natureza jurídica da *break-up fee*, é a estipulação do seu valor que resulta nas principais discussões sobre o tema, inclusive no que tange à eventual violação de deveres fiduciários por parte dos administradores.

A prática e estudos empíricos apontam que a *break-up fee* normalmente é firmada entre 1% e 10% do valor do negócio a ser firmado na operação. No Brasil, a média nacional correspondente ao valor da *break-up fee* foi de 8,2% em 2018 e 7,14% em 2020, conforme pesquisa realizada pela consultoria Dealogic (Valor.Globo, 2020, *online apud* ADAMEK, 2022, p.531), sendo uma média mais elevada do que no mercado norte americano, em que as cláusulas normalmente não ultrapassam os 5%. Assim como acontece com a natureza jurídica da cláusula, este é um tema polêmico e, ainda é, de certa forma, eivado de subjetividade, pois a doutrina e jurisprudência falham em definir o que seria um valor/número muito alto a ponto de tornar, somente por esse motivo, inválida a operação.

Isso posto, neste tópico, exploramos com maior detalhamento a função dos *deal protection devices* e os vultuosos custos incorridos pelo *first bidder*. Mais do que isso, apresentamos e conceituamos os mais relevantes instrumentos de proteção no contexto brasileiro, quais sejam a cláusula de exclusividade e a *break-up fee*. Dessa forma, cristalino se torna o paradoxo objeto deste artigo, afinal, os custos existentes são significativos e mais do que monetários, em contrapartida, a cláusula de exclusividade e a *break-up fee*, principalmente se cumuladas, podem gerar as seguintes objeções contra os administradores: (i) agir em desacordo com os interesses da

empresa-alvo ao conceder a exclusividade, pois assim a empresa fica restrita a oferta do *bidder*, sem a possibilidade de se atirar ao mercado competitivo e, conseqüentemente, optar pela melhor proposta; (ii) agir em desacordo com o interesse da empresa-alvo ao se propor a pagar a *break-up fee*, multa que, dependendo de seu valor, pode colocar em risco a continuidade do exercício do objeto social; e (iii) agir de forma desleal ao limitar a liberdade da assembleia geral em rejeitar proposta potencialmente desvantajosa (ADAMEK, 2022, p.08).

3. ANÁLISE DE CASES ENVOLVENDO OS *DEAL PROTECTION DEVICES*, A VIOLAÇÃO DE DEVERES FIDUCIÁRIOS E A APLICAÇÃO DO *BUSINESS JUDGMENT RULE*.

As cortes norte americanas, cujas decisões na seara das fusões e aquisições influenciam o direito brasileiro, sendo recorrentemente utilizadas como parâmetro, tradicionalmente, demonstram preocupação quanto as problemáticas envolvendo a alegação da violação dos deveres fiduciários pelos administradores quando da anuência da estipulação dos denominados *deal protections devices* em operações de M&A. As decisões judiciais estadunidenses relativas ao tema podem ser divididas em três períodos (i) a inicial hostilidade, verificada na década de 1980, (ii) uma postura mais permissiva na década de 1990, e (iii) as decisões mais recentes, cujo exame é renovado pelos *appraisal cases* (CHOI, 2021, p.761).

Inicialmente, as cortes norte americanas possuíam uma postura desfavorável a utilização dos *deal protections devices*, o que podemos notar em vários casos, como no *Omnicare, Inc. v. NCS Healthcare, Inc.* em que a Suprema Corte de Delaware determinou que fossem derrubados vários *deal protection devices*, incluindo a cláusula de exclusividade (*no-shop*) e a *break-up fee*, entendendo que a previsão de tais dispositivos representava uma violação dos deveres fiduciários por parte dos administradores da empresa-alvo (*ibidem*, p.770). Conforme o entendimento da Corte:

Os *deal protections devices* da transação adotados pelo conselho da NCS foram projetados para **coagir a consumação da fusão com a Genesis e impedir a consideração de qualquer transação superior**. Os dispositivos defensivos dos diretores da NCS não estão dentro de uma gama razoável de respostas à ameaça percebida de perder a oferta da Genesis porque são **excludentes e coercitivos**. Dessa forma, consideramos que esses dispositivos de proteção da transação não são aplicáveis. (*Supreme Court*, 2003 p. 20, *tradução nossa*)

Em contrapartida, a mesma Corte se mostrou permissiva no caso *Brazen v. Bell Atlantic Corp.*, cuja discussão girava em torno da validade da *break-up fee*. No caso, a Suprema Corte de Delaware julgou que a *break-up fee* era uma cláusula válida de liquidação de danos, sendo, portanto, improcedente a alegação de que a cláusula seria um instrumento inválido que tendia impropriamente a coagir os acionistas a votarem em favor da operação. Assim, ficou decidido que a *break-up fee* era um meio adequado de compensar o adquirente desapontado, não sendo a estipulação da taxa uma violação aos deveres fiduciários, uma vez que o seu valor consistia em 2% da capitalização de mercado da *Bell Atlantic* (CHOI, 2021, p.771), ficando o administrador sob o guarda-chuva do *business judgment rule*. Assim, restou decidido:

Dessa forma, a decisão do Conselho de Administração de incluir essas *break-up fees*, as quais são acionadas pela rescisão do acordo de fusão e cujo pagamento não prejudicará nenhuma das partes da habilidade de se recuperar dos danos da quebra, é protegida pelo *business judgment rule* e essas taxas não serão derrubadas, ao menos que o autor demonstre que sua inclusão resultou de atos desleais ou de atos grosseiramente negligentes. (*Supreme Court*, 1997, p.4. *tradução nossa*)

A partir de um panorama fundado na jurisprudência norte-americana, tratando-se dos *cases* que analisam o cumprimento dos deveres fiduciários em operações de M&A, ao que tudo indica, é possível designar que quando a operação consiste em avaliar se os administradores da empresa-alvo violaram esses deveres, tem-se adotado uma posição mais permissiva quando da anuência da previsão de *deal protection devices*, entendendo-se pela aplicação do *business judgment rule*. Todavia, quando existe uma combinação de medidas protetivas, é possível que esses instrumentos sejam taxados como excludentes e coercitivos, sendo sua estipulação tida, conseqüentemente, como uma violação dos mencionados deveres pelos administradores (CHOIT, 2021, p.774).

Fato é que, tratando-se de cláusulas de exclusividade e *break-up fees*, um ponto fundamental é se estes *deal protection devices* podem impedir, de forma indevida, que terceiros realizem ofertas concorrentes ou se são capazes de coagir a assembleia a aprovar determinada operação.

Em relação as cláusulas que estabelecem a exclusividade, existe o entendimento prevalecente, tanto no contexto norte americano como no brasileiro, de que a cláusula *no-shop*, per se, não é inválida e, mais do que isso, de maneira geral ela é vista como uma ferramenta incapaz de coagir os acionistas a aprovarem a operação. Nesse sentido, explica Karl F. Balz:

Cláusulas *no-shop* limitam a possibilidade de o *board* ativamente solicitar ou favoravelmente responder a propostas concorrentes, mas elas não influenciam ou impedem que os acionistas votem. Os acionistas permanecem livres para aceitar ou rejeitar a oferta proposta. Assim, as cláusulas *no-shop* nunca são inerentemente exclusivas ou coercitivas. (BALZ, 2003 p.529, tradução nossa)

Entretanto, quando cumulada com outros *deal protection devices*, sua estipulação pode resultar no entendimento de que ocorreu a violação dos deveres fiduciários, como ocorreu no caso *Paramount Communications, Inc. v. QVC Network, Inc.*, em que a Suprema Corte de Delaware entendeu pela invalidade da cláusula *no-shop*, pois, ao impedir que ofertas não solicitadas fossem avaliadas e ao obstar que a operação fosse negociada pelo melhor valor razoavelmente disponível aos acionistas, conseqüentemente impediu-se o exercício dos deveres fiduciários pelos diretores (*Supreme Court*, 1994, p.16). A saber:

Se poderia ou não ter atuado validamente, em um estágio inicial, para impedir a Paramount de ativamente comprar a companhia, não poderia impedir os diretores da Paramount de realizar seus deveres fiduciários, considerando propostas não solicitadas ou negociando pelo melhor valor razoavelmente disponível aos acionistas (*ibidem*, p.16, tradução nossa).

Nessa mesma senda, no caso *Phelps Dodge*, que envolvia uma cláusula *no-talk, break-up fee* equivalente a 6,3% e inexistia cláusula de *fiduciary out*⁶⁰⁹, a Corte decidiu que ambos os administradores – da empresa adquirente e da companhia alvo – violaram seus deveres fiduciários ao estipularem a cláusula *no-talk*. Isso porque, de acordo com o entendimento do tribunal, a cláusula impede que os administradores cumpram seu dever de fazer um julgamento informado com relação a considerar se devem ou não negociar com um terceiro (VARALLO, RAJU, 2000, p.1620). Diferente da cláusula *no-shop*, a *no-talk*, inclusive, pode ser considerada inválida per se, por tratar-se de uma “cegueira intencional” firmada pelas partes, de forma

609 A cláusula de *fiduciary out* permite que os administradores realizem atos contratualmente vedados, ou então, que possam se abster de realizar atos contratualmente exigidos, caso a ação ou omissão seja necessária para que não haja a violação dos seus deveres fiduciários.

que, para que seja considerada válida, é fundamental a previsão de *fiduciary outs* (SAUTTER, 2018, p.51 *apud* ADAMEK, 2022, p. 526).

Olhando especificamente para o contexto brasileiro, vale destacar o Parecer redigido por José Alexandre Tavares Guerreiro e Gabriel Saad Kik Buschinelli, no qual os pareceristas entenderam pela validade de cláusula *no-shop*, uma vez que (i) a disposição não viola norma de ordem pública, e (ii) os administradores agiram conforme seus deveres fiduciários, pois preservaram o valor da estabilidade para a negociação, sendo esta uma maneira lícita de perseguir o interesse social da empresa alvo (GUERREIRO; BUSCHINELLI, 2022, p.141). Conforme avaliaram os autores:

Se a administração de uma companhia aberta avalia que uma operação societária proposta por um determinado ofertante atende o melhor interesse da companhia e de seus acionistas, a administração pode, licitamente, limitar o poder da companhia de buscar outros ofertantes para, com isso, buscar viabilizar o efetivo recebimento de uma proposta vinculante que proporcione, aos acionistas, a relação de troca julgada mais favorável. Não há nenhuma obrigação de que a administração de uma companhia aberta promova um leilão antes de aprovar a celebração de um protocolo de incorporação e convocar assembleia geral para que os acionistas o apreciem. (GUERREIRO; BUSCHINELLI, 2022, p.127, *grifos nossos*)

Embora a proposta da análise ora realizada seja esclarecer, no contexto brasileiro, a inclinação dos doutrinadores e julgadores quanto ao entendimento acerca da disposição de *deal protection devices* e o cumprimento de deveres fiduciários, ressalta-se a impossibilidade de se “bater o martelo” quanto a questão, haja vista que a subjetividade ainda perdura, pois não existe uma regra rígida e as decisões variam, ainda mais considerando que os deveres fiduciários dos administradores são *standards*, isto é, meros padrões de comportamento.

No entanto, considerando o que já foi exposto sobre a cláusula de exclusividade e que há entendimento no sentido de que a adoção ou não da cláusula *no-shop* é uma discricionariedade dos administradores que, quanto a matéria, ficam sob a alçada o *business judgment rule*, regra que, no âmbito brasileiro, é reconhecida e respeitada pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), desde que as decisões sejam refletidas, informadas e desinteressadas, como disposto no voto de Flávia Perlingeiro:

Em particular, para decisões de natureza negocial, ou seja, aquelas atinentes à condução dos negócios da companhia e para as quais não existe uma resposta ótima, o Colegiado da CVM já consagrou a adoção da chamada *business judgment rule*, a proteger a discricionariedade do administrador ao tomar decisões que tragam algum risco para a companhia, envolvendo ponderações de ônus e benefícios, **desde que tomadas de forma refletida, informada e desinteressada**, em atenção ao cumprimento dos deveres de diligência e de lealdade (CVM, 2020, p.4)

Temos que, no Brasil, há uma tendência em não considerar a estipulação da cláusula de exclusividade – *no shop* – pelos administradores como uma violação a deveres fiduciários, ainda mais se acompanhada de *fiduciary outs*. Sob esse prisma, além do parecer supracitado, vale destacar o posicionamento do ilustríssimo Marcelo Von Adamek:

Em outras palavras, a exclusividade faz parte do jogo num contexto de negociações para uma possível aquisição, e não se podem acusar os administradores que a concedem de prejudicar os interesses da companhia pura e simplesmente sob a alegação de que a privaram de outras vantagens que ela poderia auferir nesse contexto (ADAMEK, 2022, p.536)

Por sua vez, no que tange à *break-up fee*, a eventual violação de deveres fiduciários está relacionada, principalmente, ao valor pré-fixado a ser pago caso ocorra algum dos “gatilhos” de ativação e a operação não se concretize, uma vez que a depender de sua magnitude, a cláusula pode ser considerada como uma forma de coagir os acionistas a aprovarem a operação e, ainda, o seu valor pode ser considerado excessivo a ponto de impedir o reerguimento da empresa-alvo após o pagamento, o que resulta, evidentemente, na quebra dos referidos deveres fiduciários em vista de ação contrária aos interesses da sociedade.

Conforme pontuado no capítulo anterior, a média dos valores de *break-up fee* no Brasil variaram nos últimos anos entre 7% e 8%, existindo, no entanto, uma tolerância a previsões de até 10%. Interessante se faz analisarmos o direito norte-americano, uma vez que, conforme supramencionado, as decisões e entendimentos, principalmente tratando-se de operações de M&A, muitas vezes, reverberam e influenciam o direito brasileiro, então vejamos.

A média norte americana é consideravelmente menor se comparada a brasileira, sendo que no ano de 2010 atingiu 3,8%, conforme pesquisa *Dealogic* (Valor.Globo, 2020 *online apud* ADAMEK, 2022, p.531). Podemos inferir que existe uma faixa entre 2% e 4% quando da estipulação de *break-up fee* e mesmo assim, em análise realizada por Thomas Bates e Michael Lemmon, até o ano de 2003, 25 (vinte e cinco) casos contaram com *break-up fees* excedentes à 10% (BATES; LEMMON, 2003, p.478, *apud* ADMEK, 2022, p. 531). Ainda, temos que, embora a Corte de Delaware tenha criticado *break-up fees* no montante de 6,3%, 4,3% 4,4% e 7% por considerá-las elevadas, ela não as invalidou (GUERREIRO; BUSCHINELLI, 2022, p.138-139), logo, depreende-se que a Corte de Delaware não utiliza somente critérios percentuais ou numéricos para decidir os casos concretos, mas sim leva em consideração todos os aspectos fáticos, bem como:

o valor total da *break-up fee*, bem como seu valor percentual; o benefício para os acionistas, incluindo

um prêmio (se houver) que os diretores buscam proteger; o valor absoluto da transação, bem como o valor relativo dos parceiros da fusão; o grau em que uma contraparte considerou tais proteções como cruciais para o negócio, levando em conta as diferenças no poder de negociação; e o poder excludente ou coercitivo de todos os *deal protections* do negócio incluídos em uma transação, considerados como um todo. (*Supreme Court*, 2007, p.07)

No que tange as alegações envolvendo a coercibilidade, Heath Price Tabert disserta que são difíceis de ganhar e que nenhuma corte norte americana, até a data de seu artigo, qual seja 2003, chegou a derrubar a *break-up fee* sob a alegação de coerção dos votos:

Essa preferência leva à conclusão legal de que as *break-up fees* ativadas quando os acionistas votam pela fusão com um licitante concorrente não constituem coerção. No caso *McMillan v. IntercargoCorp*, o tribunal rejeitou as alegações de coerção porque a “estrutura do acordo assegurava que os acionistas [alvo] não votariam com medo de que um voto negativo por si só acionasse a taxa; a taxa seria paga somente se os acionistas obtivessem um acordo melhor”. (TABERT, 2003, p.658, *tradução nossa*).

Na mesma linha segue o parecer, já mencionado, redigido por José Tavares Guerreiro e Gabriel Saad Kik Buschinelli, no qual, tratando-se de operação envolvendo Acordo de Associação para disciplinar pretendida operação de incorporação, os juristas entenderam que os parâmetros fixados de *break-up fee*, sendo de 1,77% do valor da operação quando da sua não aprovação (denominada de multa reduzida) e de 5,8% em caso de aprovação de operação similar com outra companhia (denominada multa complementar), que juntas correspondiam a cerca de 7,1% do valor da operação, os pareceristas consideraram que, além

de serem válidas e possuírem valores condizentes, não interferiam de forma indevida no direito de voto dos acionistas, a saber:

A referida multa compensatória interfere de modo indevido sobre o exercício do direito de voto dos acionistas da ALFA ao deliberarem sobre a Operação? Não interfere. A multa impõe uma consequência à rejeição da proposta, que será conhecida por todos os acionistas da ALFA ao avaliar a conveniência e a oportunidade de aprovar a Operação ou de, rejeitando-a, vir a aprovar a realização de uma Operação Concorrente, e foi fixada tendo como contrapartida a obtenção do direito ao recebimento de multa equivalente em hipóteses previstas no Acordo de Associação e o próprio direito à possibilidade de exigir da BETA a realização da Operação nos termos previstos no Acordo de Associação. A multa não foi fixada em magnitude que impeça os acionistas de deliberar em um ou outro sentido. (GUERREIRO; BUSCHINELLI, 2022, p. 142, *grifos nossos*)

Ainda sobre a perspectiva brasileira acerca da *break-up fee*, vale destacar que o CADE (Conselho Administrativo de Defesa Econômica) a reconhece como um instrumento válido, sendo a cláusula excluída do conceito de consumação prévia de atos de concentração econômica, o que reforça a aceitação da estipulação da cláusula no contexto brasileiro (WALD; BLATTNER, 2022, p.24). Conforme disposto no Guia para análise da consumação prévia de atos de concentração econômica:

Neste sentido, o risco da reprovação deve ser alocado de acordo com a vontade das partes. Por esse motivo, o Guia aceita como lícitas cláusulas de *break-up fees*, que possuem exatamente o intuito de alocar os custos de uma eventual reprovação da operação. (CADE, 2015, p.8 *apud* WALD; BLATTNER, 2022, p.24)

Por último, vale destacar o *case* brasileiro envolvendo as empresas Linx e Stone, que envolve a previsão de uma *two-tier break-up fee*, ou seja, existe uma multa prevista em caso de reprovação da operação e outra caso a Linx decidisse negociar com outro interessado. Vale destacar dois principais pontos sobre a questão: (i) a existência de oferta concorrente com valor superior ao da proposta realizada pela Stone, e (ii) os administradores que capitanearam as negociações eram acionistas referência da Linx, detendo 15% das ações votantes (BARBOSA, 2022, p.349). Sendo assim, instaurou-se discussão sobre o excesso do valor da *break-up fee*, o cumprimento do dever de lealdade pelos administradores e a existência de conflito de interesses.

Sob esse prisma, vale destacar que a AMEC em carta ao mercado se mostrou contrária à *break-up fee*, alegando que ela poderia gerar a sangria financeira da companhia caso a operação entre Linx e Stone fracassasse, a saber:

A determinação de cláusula de multa colocou os acionistas no corner, retirando graus de liberdade do poder de decisão sobre a operação. Nos termos de troca originalmente apresentados, a proposta para incorporação da Linx foi avaliada em cerca de R\$6 bilhões, posteriormente ajustada para aproximadamente R\$6,3 bilhões. Em perspectiva, a chamada multa compensatória por eventual desistência foi estabelecida em R\$605 milhões, representando algo em torno de 10% do valor do negócio. (AMEC, 2020, *online, grifos nossos*)

Em contrapartida, no histórico contido no Relatório referente a pedido de interrupção do curso do prazo de convocação da AGE requerido pela Linx à CVM, o qual foi indeferido, embora a CVM não tenha julgado a abusividade da multa contratual em caso de aprovação de operação concorrente (*break-up fee*), importante se faz ressaltar alguns dos argumentos favoráveis a cláusula no Relatório contidos, senão vejamos.

Primeiramente, é pontuado que a fixação do valor da multa, tida como cláusula penal, reside no âmbito autonomia privada, portanto, os contratantes possuem ampla liberdade para estabelecer o *quantum* adequado à segurança de seus interesses e, mais do que isso, é defendido que no ordenamento jurídico brasileiro o limite que a ordem pública impõe a cláusulas como a multa por operação concorrente equivale ao valor da obrigação principal, em razão do artigo 412 do Código Civil⁶¹⁰ (CVM, 2020, p.19).

Os argumentos ainda destacam a utilidade da *break-up fee* como mecanismo de estímulo a primeira proposta e, mais do que isso, afirmam que, no caso concreto, por tratar-se de multa em caso de operação concorrente, ao mitigar as incertezas que acompanha as negociações, a sociedade-alvo teria a possibilidade de obter um prêmio mais elevado (*ibidem*, p.20), concluindo-se que os benefícios são maiores que eventuais malefícios.

Por último, defendem a licitude do consentimento dos administradores para com o pagamento de *break-up fee* em caso de aceitação de proposta concorrente e assinalam que a análise da multa deve se dar a partir da perspectiva do *business judgment rule*.

bu) considerando-se o histórico progresso de negociações de Linx e a falta de evidência de que alguma sociedade tivesse interesse em apresentar alguma proposta, no momento da assinatura do Acordo de Associação não havia nenhum indicativo concreto de que pudesse haver concorrência à oferta apresentada por STONE. Por essa razão, o Conselho de Administração julgou, de forma absolutamente diligente, que a aprovação do Acordo de Associação, incluindo as multas nele previstas, era a decisão mais vantajosa para os acionistas de Linx, proporcionando a possibilidade de apreciarem uma operação que

610 Art. 412. O valor da cominação imposta na cláusula penal não pode exceder o da obrigação principal. (BRASIL,2002)

geraria um ganho de quase R\$ 1,5 bilhão; (*ibidem*, p.25)

Na análise dos pedidos, frisa-se que a Analista responsável pelo Relatório pontuou que a *break-up fee* “deve ser analisada não apenas isoladamente, mas, principalmente, considerando as circunstâncias que envolveram as negociações que antecederam a celebração dos contratos e do protocolo de incorporação de ações” (*ibidem*, p.39). Esse posicionamento nos reforça o entendimento, adotado pela Suprema Corte de Delaware, de que a análise da validade da *break-up fee* deve estar atrelada a todos os aspectos fáticos envolvendo o caso, não devendo considerar somente o número ou percentual em específico. Considerando que a CVM não proferiu decisão sobre a regularidade da cláusula, pelo exposto, tendo em vista os argumentos expostos e que o valor da *break-up fee* corresponde a 10% do valor da operação, podemos inferir que existe uma tendência ao entendimento pela sua validade, salvo se constatado atos efetivamente contrários à diligência e lealdade que devem ser respeitadas pelo administrador. De todo modo, este caso nos mostra como o tema é atual e qual a importância de estabelecermos com a maior objetividade possível os parâmetros que dividem a discricionariedade do administrador da violação de seus deveres fiduciários, ou seja, até que ponto se mostra lícita e válida a previsão dos *deal protection devices* em contratos de M&A.

Apesar das críticas aos *deal protection devices* e dos *cases* contrários a estipulação desses mecanismos, importante se faz mencionar o estudo realizado por Frank C. Butler e Peter Sauska. Os autores analisaram 300 operações de M&A, ocorridas entre 2005 e 2010 nos Estados Unidos, sendo que 291 estipularam a *break-up fee* e somente 09 não previram a cláusula. Dentre as operações que estabeleceram a *break-up fee*, 261 foram concretizadas, o que equivale a 87% das operações, e 39 fracassaram, ou seja, 13%. Por sua vez, dentre as operações que não celebraram a cláusula, 04 foram concretizadas, isto é, somente 44,4% das operações e 05 fracassaram, o que corresponde a 55,5% (BUTLER; SAUSKA, 2014, p.49). Inclusive, Butler e Sauska

assinalaram que o resultado foi similar a outro estudo, realizado por Jeon e Ligon:

Eles também constataram uma maior probabilidade de os negócios não serem concluídos quando as *termination fees* não estavam presentes, em comparação com os negócios que incluíam as *termination fees*. Essa evidência anedótica indica que a presença de *termination fees* em acordos de M&A torna mais difícil para ambas as partes desistirem de concluir a transação. (*Ibidem*, p.49).

Do estudo supramencionado, depreende-se que a *break-up fee* aumenta a probabilidade do fechamento do negócio, constatação essa que também se notou em decorrência de experiência realizada pelo Reino Unido, que em 2011, nas regras do *Takeover Panel*, proibiu a estipulação de multas por propostas concorrentes, levando a uma queda significativa – por volta de 50% - no número de operações de M&A no país, fazendo com o que os acionistas perdessem em torno de US\$ 77 bilhões por ano, em razão das operações que não se realizaram (CVM, 2020, p.20).

Considerando todo exposto, mais uma vez, denota-se que no Brasil há uma inclinação ao entendimento de que a estipulação de *break-up fee* na operação de M&A não configura uma violação aos deveres fiduciários pelo administrador da companhia-alvo. De maneira geral, existe uma tendência a reconhecer que a cláusula é uma compensação adequada ao *first bidder*, considerando seus custos e, sendo a multa menor que 10%, o valor não é considerado exorbitante e muito menos capaz pressionar a assembleia geral, sendo, nas palavras de Arnoldo Wald e Marina Blattner, “apenas um dos diversos cenários econômicos que devem ser levados em consideração pelo acionista no livre exercício do seu direito de voto na assembleia geral da companhia” (WALD; BLATTNER, 2022, p.28).

CONCLUSÃO

Ao longo deste artigo, foi possível apresentar a existência do paradoxo que envolve os *deal protection devices* e o cumprimento dos deveres fiduciários pelos administradores. A título de conclusão, temos primeiramente que, enquanto os deveres de lealdade e diligência permanecerem na esfera de padrões de conduta, ou seja, como conceitos abertos que não refletem normas objetivas de comportamento, as discussões acerca de possíveis violações remanescerão, uma vez que o descumprimento é interpretativo, não obstante a adoção pelo ordenamento jurídico brasileiro do *bussiness judgment rule*, regra traz uma maior concretude e que protege a discricionariedade do administrador, que não será responsabilizado se agir de boa-fé e com o objetivo de atingir os interesses da companhia, ponderando os ônus e benefícios de modo refletido, informado e desinteressado.

No que tange especificamente aos *deal protection devices*, depreendemos que as decisões brasileiras tendem a utilizarem as decisões norte americanas como parâmetro, as quais se mostraram mais permissivas nos últimos anos quanto ao reconhecimento da validade e regularidade da estipulação de tais mecanismos, todavia ainda inexistente um entendimento objetivo e consolidado.

Conforme pontuado, os principais argumentos contrários a previsão dos *deal protection devices* ora analisados, quais sejam a cláusula de exclusividade e a *break-up fee*, em operações de M&A, consistem na possibilidade (i) de a exclusividade impedir, indevidamente, a realização de propostas concorrentes, obstando que novas ofertas, ainda que favoráveis, sejam analisadas pela companhia-alvo, (ii) do valor fixado na *break-up fee* exercer uma função coercitiva sobre os acionistas quanto a aprovação da operação.

Sob esse prisma, foi possível observar que a responsabilização dos administradores pela estipulação tanto da cláusula de exclusividade quanto da *break-up fee* tende a ser excepcional. Isso porque, no que se refere a exclusividade, nota-se que a cláusula é considerada lícita no

direito brasileiro, uma vez que não contraria norma de ordem pública e, tratando-se especificamente de sua aplicação em operações de M&A, a doutrina já se inclina ao entendimento de que sua previsão não gera a violação dos deveres fiduciários dos administradores, ainda que resulte em prejuízos para a companhia-alvo, por tratar-se de decisão negocial que se encontra sob a alçada do *business judgment rule*, ainda mais se a exclusividade não estiver cumulada com outros *deal protection devices* ou se for prevista a cláusula de *fiduciary out*.

Por sua vez, quanto a *break-up fee*, nota-se certa divergência em relação a sua natureza jurídica no direito brasileiro, mas existe uma tendência em considerá-la um como uma cláusula penal compensatória, tendo em vista que sua função é compensar o *finder* pelos custos incorridos em uma operação que não se concretizou. A respeito das discussões envolvendo seu valor, provavelmente a *break-up fee* não será considerada como inválida ou como um instrumento de coerção quando equivaler a menos que 10% do valor da operação, pois essa magnitude é vista como incapaz de prejudicar significativamente a companhia-alvo e de coagir os acionistas, tratando-se de mera consequência econômica. No mais, caso a cláusula fixe valor superior aos 10%, ela ainda pode ser considerada válida, como já ocorreu em decisões norte-americanas, uma vez que a eventual irregularidade da *break-up fee* dá-se em razão de todos os aspectos fáticos que abrangem a operação e não somente o valor avençado.

Ante o exposto, considerando que os *deal protection devices* são mecanismos que visam assegurar o sucesso da operação, é evidente a sua importância, principalmente no direito brasileiro, não sendo uma opção a vedação de tais instrumentos. Assim, considerando a tendência do direito brasileiro, supramencionada, no que se refere a estipulação da cláusula de exclusividade e da *break-up fee*, concluímos que o ideal, para que o tema deixe de ser um paradoxo, é prever como uma maior objetividade tanto os padrões de conduta que se incluem no dever de diligência e lealdade, quanto quais as situações que concretamente tornam os *deal protection devices* abusivos e inválidos, formando assim um entendimento consolidado sobre o tema, diminuindo as dúvidas

e discussões acerca da possível violação dos deveres fiduciários pelos administradores.

REFERÊNCIAS

ADAMEK, Marcelo Vieira Von. *No-shop, Break-Up Fee e Fiduciary Out em Contratos Preparatórios a Operações de Fusões e Aquisições (M&A):Validade e Compatibilidade com os Deveres Fiduciários dos Administradores*. In: ADAMEK, Marcelo Vieira Von; PEREIRA, Rafael Setoguti Julio (Coord.). **Fusões e Aquisições (M&A)**. São Paulo: Quartier Latin, 2022.

ADAMEK, Marcelo Vieira Von. *No-shop, Break-Up Fee e Fiduciary Out em Contratos Preparatórios a Operações de Fusões e Aquisições (M&A):Validade e Compatibilidade com os Deveres Fiduciários dos Administradores*. **Revista de Direito Societário e M&A**. vol. 1. ano 1. São Paulo: Ed. RT, 2022. Disponível em: https://www.thomsonreuters.com.br/pt/juridico/we_brevist. Acesso em: 20 abr. 2023.

AMEC (Associação de Investidores no Mercado de Capitais). *Business as usual? Prêmio de Controle, Restrição ao Direito de Voto e Conflitos de Interesse*. **Opinião Amec**, 2020. Disponível em: https://www.amecbrasil.org.br/wp-content/uploads/2020/09/Opinio-Ame-c-Business-as-usual-no-Caso-Linx_aprovado.pdf. Acesso em: 27 mai. 2023.

BALZ, Karl F. *No-shop Clauses*. **Delaware Journal of Corporate Law**, Vol.28, nº2, 2003. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=573092. Acesso em: 24 mai. 2023

BARBOSA, Henrique Cunha. *Termination Fees: Estruturas e Polêmicas no Sistema Brasileiro*. In: ADAMEK, Marcelo Vieira Von; PEREIRA, Rafael Setoguti Julio (Coord.). **Fusões e Aquisições (M&A)**. São Paulo: Quartier Latin, 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Extrato de Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ/2015/12087**. Diretor Relator Pablo Renteria. Julgado em 24.07.2018.

Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2018/RJ201512087.pdf>. Acesso em: 12 mai. 2023.

----- . Comissão de Valores Mobiliários. **Relatório nº 086/2020/SEP/GEA-4**. Processo CVM nº 19957.007854/2020-06. Analista Juliana Vicente Bento. 2020. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2020/20201113/1977_20.pdf. Acesso em: 16 mai. 2023.

----- . Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2005/1443**. Diretor Relator Pedro Olívia Marcílio de Sousa. Voto proferido em 21.03.2006. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2006/20060510_PAS_RJ20051443.pdf. Acesso em: 25 mai. 2023.

----- . Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador CVM nº 08/2014**. Diretora Relatora Flávia Perlingeiro. Voto proferido em 30.06.2020. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/noticias/anexos/2020/20200630_PAS_CVM_SEI_19957_001575_2020_21_voto_diretora_flavia_perlingeiro.pdf. Acesso em: 10 mai. 2023.

BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Brasília, 1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16404consol.htm. Acesso em: 15 mai. 2023.

----- . **Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002**. Institui o Código Civil. Brasília, 2002. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406compilada.htm. Acesso em: 05 jul. 2022.

BUTLER, Frank C.; SAUSKA, Peter. *Mergers and Acquisitions: Termination Fees and Acquisitions Deal Completion*. **Pittsburg State**

University, vol. 26, n° 1, pp.44-54, 2014. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/43489381>. Acesso em 20 mai. 2023.

CARVALHO, Bruno Caetani; ZANINI, Carlos Klein. *A Due Diligence e os Deveres Fiduciários em Operações de M&A de Companhias Abertas*. In: ADAMEK, Marcelo Vieira Von; PEREIRA, Rafael Setoguti Julio (Coord.). **Fusões e Aquisições (M&A)**. São Paulo: Quartier Latin, 2022.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas**, 3º volume: artigos 138 a 205. 5ª ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2011.

CHOIT, Albert. H. *Deal Protection Devices*. **The University of Chicago Law Review**, vol. 88, n° 4, pp. 757 - 827 2021. Disponível em: https://lawreview.uchicago.edu/sites/default/files/01%20Choi_ART_Final.pdf. Acesso em: 18 mai. 2023.

EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**: volume II, artigos 138 a 205. 2ª ed. rev. e ampl. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

GERASIMCHUK, Eleonora. *Stretching the Limits of Deal Protection Devices: From Omnicare To Wachovia*. **Fordham Journal of Corporate & Financial Law**. Vol.15, Issue 3, Article 4, pp. 685 – 729. 2010. Disponível em: <https://ir.lawnet.fordham.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1197&context=jcfl>. Acesso em: 23 mai. 2023.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares; BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik, Cláusulas de exclusividade e de multa em acordo preparatório de operação societária. In: LEVI-MINZI, Maurizio; PARGENDLER, Mariana; GOUVÊA, Carlos Portugal (Organizadores). **Fusões e aquisições: pareceres**. São Paulo: Almedina, 2022.

LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **Direito das Companhias**. 2ª ed. atual e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

PARENTE, Flávia. **O Dever de Diligência dos Administradores de Sociedades Anônimas**. Rio de Janeiro: Renovar, 2005.

RESTREPO, Fernán; SUBRAMANIAN, Guhan. *The Effect of Prohibiting Deal Protection in Mergers and Acquisitions: Evidence from the United Kingdom*. **The Journal of Law & Economics**, vol. 60, nº 1, 2017. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/26456950>. Acesso em: 24 mai. 2023.

STRINE JR, Leo. *Deal Protection Measures in Stock-for-Stock Merger Agreements*. **The Business Lawyer**, vol 56, nº 03, pp. 919-942, 2001. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/40688000>. Acesso em: 22 mai. 2023.

TABERT, Heath Prince. *Merger Breakup Fees: A Critical Challenge To Anglo-American Corporate Law*. **Law and Policy in International Business**. Vol 34, ed.3, 2003. Disponível em: <https://heinonline.org/HOL/LandingPage?handle=hein.journals/geojintl34&div=25&id=&page=>. Acesso em 26 mai. 2023.

UNITED STATES. Supreme Court of Delaware. **Brazen v. Bell Atlantic Corp**. 695 A.2d 43. Decided May 27, 1997.

----- . Supreme Court of Delaware. **Paramount Communications v. QVC Network** 637 A.2d 34. Decided Feb. 4, 1994.

----- . Court of Chancery of Delaware. **Municipal Police Retire. v. Crawford** 918 A.2d 1172. Decided Decided Feb 23, 2007.

VARALLO, Gregory V.; RAJU, Srinivas M. *A Process Based Model for Analyzing Deal Protection Measures*. **The Business Lawyer**, Vol.55, nº4, 2000. Disponível em: https://www.jstor.org/stable/pdf/40687951.pdf?refreqid=excelsior%3Ab7bde627cc0d23e4dec15ad0ccdc9727&ab_segments=&origin=&initiator=&acceptTC=1. Acesso em: 24 mai. 2023.

WALD, Arnaldo; BLATTNER, Marina Gaensly. A Break-up Fee e o Business Judgment Rule na Incorporação ou Mudança de Controle de S.A. In: LEVI-MINZI, Maurizio; PARGENDLER, Mariana; GOUVÊA, Carlos Portugal (Organizadores). **Fusões e aquisições: pareceres**. São Paulo: Almedina, 2022.

WATCHEL, Jonathan T. *Breaking Up is Hard to Do: A Look at Brazen v. Bell Atlantic and the Controversy over Termination Fees in Mergers and Acquisitions*. **Brooklyn Law Review**, vol.65, issue 2, article 9, pp.585 -625, 1999. Disponível em: <https://brooklynworks.brooklaw.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1752&context=blr>. Acess

