

# Revista de Direito Mercantil

industrial, econômico e financeiro



Edição Especial – M&A

Vol. nº182/183, ago. 2021/jul. 2022



# RDM 182/183

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

ISBN 978-65-6006-071-5

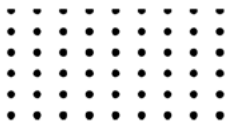


9 786560 060715 >

**IDGLOBAL**  
Instituto de Direito Global

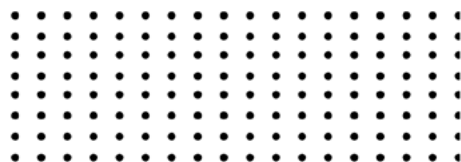
**rdm**  
revista de direito mercantil

**EXPERT**  
EDITORA DIGITAL



# Revista de Direito Mercantil

industrial, econômico e financeiro



**Edição Especial – M&A**

Vol. nº182/183, ago. 2021/jul. 2022

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

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

Ano LX (Nova Série)  
Agosto 2021/Julho 2022

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

**FUNDADORES:**

**1 a FASE:** WALDEMAR FERREIRA

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

**CONSELHO EDITORIAL:**

Alexandre Soveral Martins

Carlos Klein Zanini

Jorge Manuel Coutinho de Abreu

Judith Martins-Costa

Paulo de Tarso Domingues

Rui Pereira Dias

Ana de Oliveira Frazão

Gustavo José Mendes Tepedino

José Augusto Engrácia Antunes

Luís Miguel Pestana de Vasconcelos

Ricardo Oliveira Garcia

Sérgio Campinho

**COMITÊ DE REDAÇÃO:**

Antonio Martín

Calixto Salomão Filho

Eduardo Secchi Munhoz

Francisco Satiro De Souza Junior

José Alexandre Tavares Guerreiro

Juliana Krueger Pela

Mauro Rodrigues Penteado

Marcos Paulo De Almeida Salles

Newton de Lucca

Paulo Fernando Campos Salles De Toledo

Priscila Maria Pereira Corrêa Da Fonseca

Balmes Vega Garcia

Carlos Pagano Botana Portugal Gouvêa

Erasmus Valladão Azevedo E Novaes  
França

Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa

José Marcelo Martins Proença

Luiz Gastão Paes de Barros Leães

Manoel De Queiroz Pereira Calças

Marcelo Vieira Von Adamek

Paula Andréa Forgioni

Paulo Frontini

Rachel Sztajn

Roberto Augusto Castellanos Pfeiffer  
Sheila Christina Neder Cerezetti

Rodrigo Octávio Broglia Mendes  
Vinícius Marques De Carvalho

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

Matheus Chebli De Abreu

Michelle Baruhm Diegues

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

Beatriz Leal de Araújo Barbosa da Silva

Daniel Fermann

Heloisa de Sena Muniz Campos

Lara Aboud

Larissa Fonseca Maciel

Luma Luz

Maria Eduarda da Matta Ribeiro Lessa

Mateus Rodrigues Batista

Rafaela Vidal Codogno

Victoria Rocha Pereira

Virgílio Maffini Gomes

### **REVISTA DE DIREITO MERCANTIL**

Publicação semestral da Editora Expert LTDA

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

Diretores: Luciana de Castro Bastos, Daniel Carvalho

**Direção Executiva:** Luciana de Castro Bastos

**Direção Editorial:** Daniel Carvalho

**Diagramação e Capa:** Editora Expert

**Revisão:** Do Autor

A regra ortográfica usada foi prerrogativa do autor.



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

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

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

Publicado Pela Editora Expert, Belo Horizonte, Abril de 2024

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

**Pedidos dessa obra:**

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

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



**EXPERT**  
EDITORA DIGITAL





## **AUTORES**

### **Daniel Pereira Campos**

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

### **Rafael Cimatti Elias**

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

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

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

### **João Paulo Braune Guerra**

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

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

### **Fabiana Pereira Velloso**

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

### **Natália Villas Bôas Zanelatto**

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

### **Renan Varollo Perlati**

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

### **Alexandre Ginzel**

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

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

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

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

### **Gustavo Ferreira de Campos**

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

### **Camila Vallim Almirall**

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

### **Manoela Bruno Morales Naquis**

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

### **Gabriela Moreira Cicillini**

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

### **Ernesto Luís Silva Vaz**

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

## SUMÁRIO

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

*Daniel Pereira Campos, Rafael Cimatti Elias*

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

*Ricardo Villela Mafra Alves da Silva*

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

*João Paulo Braune Guerra*

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

*Fabiana Pereira Velloso*

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

*Natália Villas Bôas Zanelatto*

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

*Renan Varollo Perlati*

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

*Alexandre Ginzal*

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

*Caio Henrique Carvalho de Siqueira Lima*

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

*Gustavo Ferreira de Campos*

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

*Camila Vallim Almirall*

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

*Manoela Bruno Morales Naquis*

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

*Gabriela Moreira Cicillini*

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

*Ernesto Luis Silva Vaz*



# IMPASSES SOCIETÁRIOS E A CONVENIÊNCIA DA UTILIZAÇÃO DA CLÁUSULA *BUY OR SELL*

## CORPORATE DEADLOCKS AND THE CONVENIENCE OF BUY OR SELL CLAUSES

*Ernesto Luis Silva Vaz (USP, São Paulo)*

### RESUMO

O trabalho traz elementos para a reflexão crítica quanto ao uso das cláusulas *buy or sell* em acordos de natureza societária. Começa-se pela qualificação do impasse do direito societário, seguem-se breves notas a respeito do regime jurídico das cláusulas *buy or sell*, e, depois, a discussões práticas. Por fim, apresentam-se as conclusões, com a sugestão de critérios para avaliação de situações em que o uso da cláusula *buy or sell* é conveniente ou não.

### ABSTRACT

This paper brings elements for critical thoughts on the use of buy or sell clauses in corporate agreements. It begins with the qualification of deadlocks in corporate law, followed by brief notes on the legal aspects of buy or sell clauses, and then discussions of cases. Finally, the conclusions are presented, with the suggestion of criteria for evaluating situations in which the use of the buy or sell clause is convenient or not.

**Palavras-chaves:** *impasses societários, direito societário, M&A, solução de conflitos societários, fusões e aquisições, direito comercial, buy or sell, acordos de acionistas.*

**Key words:** *corporate deadlocks, corporate law, M&A, corporate disputes resolution, commercial law, buy or sell, shareholders agreements*

## 1. INTRODUÇÃO

Há vários métodos de resolução de impasses no direito societário, incluindo, entre outros, mediação, arbitragem, dissolução e votos qualificados<sup>611</sup>. O mais radical é a dissolução da sociedade, condenando-a ao fim de sua existência. Entre as estratégias de resolução de impasses que pressupõem a manutenção da estrutura societária, são de uso frequente<sup>612</sup> as cláusulas *buy or sell*<sup>613</sup>, principalmente no contexto de companhias fechadas com dois sócios ou dois grupos de sócios<sup>614</sup>.

A cláusula *buy or sell* surgiu nos Estados Unidos e espalhou-se para diversos outros ordenamentos<sup>615</sup>, resultado de práticas empresariais que atravessam fronteiras e constroem modelos contratuais atípicos. A doutrina aponta como vantagens da cláusula *buy or sell* precificação mais justa, o incentivo a acordos amigáveis, a rapidez e os custos do procedimento, maior segurança jurídica e a mitigação da perda do valor de mercado da empresa, já entre as desvantagens, apontam-se a falta de previsibilidade de resultado, bem como os potenciais abusos e assimetrias<sup>616</sup>.

---

611 the Corporation Law Committee of the Association of the Bar of the City of New York. “The Enforceability and Effectiveness of Typical Shareholders Agreement Provisions.” *The Business Lawyer*, vol. 65, no. 4, 2010, p. 1191.

612 FRUTOS, Maria Angeles de, KITTSTEINER, Efficient partnership dissolution under buy/sell clauses. *The Rand Journal of Economics*, Vol. 39, N. 01 (Spring 2008), p. 2.

613 O emprego do termo no original em inglês consagrou-se pelo uso habitual. Na pesquisa, encontrou-se referência ao termo “*Acordo de Comprar ou Vender*” em LOBO, Carlos Augusto da Silveira. *Acordo de Acionistas*. In: BULHÕES PEDREIRA, José Luiz; LAMY FILHO, Alfredo (Coord.). *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, Volume I, p. 470, quando a tradução é utilizada em título de seção da obra.

614 ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Abuso de Minoria em Direito Societário*. São Paulo: Malheiros, 2014, p. 421.

615 FERREIRA, Mariana Martins Costa. *Buy or Sell e Opções de Compra e Venda para Resolução de Impasse Societário*. São Paulo: Quartier Latin, 2018. p. 38. Importante desde logo mencionar que tal obra, resultado da dissertação de mestrado da autora, é o trabalho mais completo e aprofundado sobre o tema disponível no direito brasileiro, ao qual são feitas abundantes referências neste artigo.

616 BLANCHET, Gabriela Alves Mendes. *A Cláusula Shotgun (Buy or Sell) em Acordos de Acionistas*. São Paulo: Almedina, 2021, pp. 82 a 91.

Parece-nos, no entanto, que a cláusula *buy or sell* não é adequada para qualquer tipo de relação societária e pode ser usada, de maneira ilegítima e abusiva, em contextos de impasses prolongados e artificiais<sup>617</sup> com implicações negativas às relações entre sócios e, portanto, sua inserção em instrumentos societários deve ser precedida de análise diligente e (provavelmente) casuística. As assimetrias (financeira e informativa) existentes entre as partes contratantes parece ser o elemento central para a análise da conveniência do uso da cláusula<sup>618</sup>.

As duas primeiras partes do trabalho, com base em pesquisa doutrinária, buscam qualificar o impasse no direito societário brasileiro, bem como a cláusula *buy or sell*. Considerando que a jurisprudência nacional enfrentou poucos casos relativos ao tema, os quais serão mencionados mais abaixo<sup>619</sup>, apresentam-se também casos esquemáticos e hipotéticos para discussão sobre a (in)conveniência da cláusula *buy or sell*.

O trabalho apresenta relevância na medida em que aprofunda de forma crítica a discussão a respeito de prática contratual recorrente, especialmente relevante no contexto de operações de M&A, tanto para sua viabilização (quando os sócios da sociedade alvo estão vinculados por cláusula *buy or sell*), quanto na vida da sociedade e na superação de impasses (inclusive considerando que pode servir como desincentivo

---

617 the Corporation Law Committee of the Association of the Bar of the City of New York. “The Enforceability and Effectiveness of Typical Shareholders Agreement Provisions.” *The Business Lawyer*, vol. 65, no. 4, 2010, p. 1191. A realização de atos com o objetivo fabricar artificialmente impasses é hipótese de ilicitude ainda antes da conclusão da compra e venda, cf. FERREIRA, Mariana Martins Costa. *Buy or Sell e Opções de Compra e Venda para Resolução de Impasse Societário*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, pp. 269 e ss.

618 MARTINS-COSTA, Judith. “A cláusula de Buy or Sell na perspectiva do direito das obrigações”. In: VENANCIO FILHO, Alberto; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna (Orgs.). *Lei das S.A. em seus 40 anos*. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 552.

619 FERREIRA, Mariana Martins Costa. *Buy or Sell e Opções de Compra e Venda para Resolução de Impasse Societário*. São Paulo: Quartier Latin, 2018. p. 100, nota de rodapé n. 214.

para a superação amigável de impasses ou como incentivo para a construção de impasses artificiais).

## 2. QUALIFICAÇÃO DO IMPASSE NO DIREITO SOCIETÁRIO

Geralmente, em uma determinada companhia reúnem-se diversas pessoas com um fim comum – o sucesso na execução do objeto social. Especificamente no direito das companhias pátrio, a assembleia é órgão com competências privativas definidas em lei, conforme art. 122 da Lei n. 6.404/1976<sup>620</sup>, no qual as decisões são tomadas de acordo com critérios de convocação, de instalação e de deliberação previstos em lei ou em documentos societários que vinculem os acionistas, de forma colegiada.

Os impasses<sup>621</sup> ocorrem quando os sócios ou os administradores são incapazes de chegar a acordos suficientes para permitir a tomada de decisões no contexto de uma companhia ou de uma sociedade limitada<sup>622</sup>, restando impossíveis as deliberações sociais ou de órgão

---

620 FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França. *Invalidez das Deliberações de Assembléias das S.A.* São Paulo, Malheiros, 1999, p. 28. No contexto das sociedades limitadas, ver arts. 1.071 e 1.072 do Código Civil brasileiro. Há que se fazer referência também às reuniões prévias, com frequência previstas em acordos de acionistas ou sócios vinculados por acordos de votos, nas quais também podem ocorrer impasses, FERREIRA, Mariana Martins Costa. *Buy or Sell e Opções de Compra e Venda para Resolução de Impasse Societário*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 28.

621 Os impasses são categoria mais abrangente que o mero empate e podem decorrer de “divergências ou desavenças entre os sócios, visões distintas com relação ao desenvolvimento da atividade empresarial e até mesmo fatores pessoais sem relação direta com a sociedade, mas que podem influenciar na relação entre os sócios”, cf. FERREIRA, Mariana Martins Costa. *Buy or Sell e Opções de Compra e Venda para Resolução de Impasse Societário*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 79. Sobre o empate no direito societário brasileiro, ver ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Estudos de Direito Societário – Direito Empresarial Contemporâneo I*. São Paulo, Quartier Latin, 2023, pp. 406 e ss.

622 Para exemplos de situações em que podem ocorrer impasses, ver FERREIRA, Mariana Martins Costa. *Buy or Sell e Opções de Compra e Venda para Resolução de Impasse Societário*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, pp. 81 e 82.

de administração<sup>623-624</sup>, com sérios prejuízos à vida da sociedade<sup>625</sup>, ou até mesmo sua paralização.

Via de regra, no direito societário, a solução dos impasses societários se dá quando da aplicação do princípio da maioria<sup>626</sup> e sem que se possa alcançar a maioria necessária para a deliberação ou decisão colegiada. As hipóteses que exigem unanimidade de votos, em geral, não acarretam a paralização da sociedade<sup>627</sup>.

Cumprir mencionar que nem sempre os impasses são relevantes, apenas têm importância aqueles casos que causam prejuízos sérios à companhia<sup>628</sup>, inviabilizando a execução de atos que sejam essenciais ao seu funcionamento e ao desenvolvimento de sua atividade e do seu objeto social<sup>629</sup>, notadamente quando houver situações de abuso do direito de voto<sup>630</sup>.

---

623 FERREIRA, Mariana Martins Costa. *Buy or Sell e Opções de Compra e Venda para Resolução de Impasse Societário*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 65.

624 São os impasses verdadeiro calcanhar de aquiles das sociedades igualitárias, conforme FLEISCHER, Holger, SCHNEIDER, Stephan, Shoot-Out Clauses in Partnerships and Close Corporations – An Approach from Comparative Law and Economic Theory (July 1, 2011). *European Company and Financial Law Review* (ECFR), Vol. 9, No. 1, p. 36.

625 MARTINS-COSTA, Judith. “A cláusula de Buy or Sell na perspectiva do direito das obrigações”. In: VENANCIO FILHO, Alberto; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna (Orgs.). *Lei das S.A. em seus 40 anos*. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 539.

626 ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Abuso de Minoria em Direito Societário*. São Paulo: Malheiros, 2014, pp. 46 e ss.

627 Como é o caso da transformação da companhia para a qual prevê-se quórum de unanimidade, cf. art. 221 da Lei n. 6.404/1976.

628 O problema pode ser especialmente relevante para companhias de pequeno e médio porte, como analisado por NEVILLE, Mette. *A Statutory Buy-Out Right in SMEs - An Important Corporate Governance Mechanism and Minority Protection?* (January 1, 2010). *COMPANY LAW AND SMEs*, Mette Neville & Karsten Engsig Sørensen, eds., Thomson Reuters, 2010, Nordic & European Company Law Working Paper No. 10-03, pp. 251 e 252.

629 FERREIRA, Mariana Martins Costa. *Buy or Sell e Opções de Compra e Venda para Resolução de Impasse Societário*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 68.

630 ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Abuso de Minoria em Direito Societário*. São Paulo: Malheiros Editores, 2014, pp. 139 e ss. Notar que o abuso de voto pode resultar em impasse artificial.

Na prática societária, verificam-se mecanismos convencionais variados para a superação de impasses, incluindo negociações entre executivos de alto nível das partes envolvidas, mediação, arbitragem, alienação de participações a terceiros, bem como a cláusula de *buy or sell*<sup>631</sup>, a qual será objeto de detalhamento no capítulo seguinte.

Todos os mecanismos acima mencionados objetivam a superação do impasse com a manutenção da atividade empresarial, evitando-se a solução mais drástica da dissolução. Seu uso é especialmente relevante no contexto das companhias fechadas<sup>632</sup>, já que em companhias abertas a liquidez das ações poderia funcionar como um mecanismo de saída, aliviando a pressão dos problemas decorrentes das relações societárias.

### 3. QUALIFICAÇÃO DA CLÁUSULA *BUY OR SELL*

Na definição de Mariana Martins-Costa Ferreira “*As cláusulas buy or sell são negócios jurídicos e têm como objetivo regular o procedimento ao qual as partes deverão se submeter para definição dos elementos do contrato de compra e venda para a transferência das suas ações ou quotas*”<sup>633</sup>. A cláusula *buy or sell* estabelece parâmetros objetivos para eventual negócio de compra e venda de participações societárias, caso venham a existir situações que funcionem como seu gatilho. Assim,

---

631 Neste trabalho, damos especial atenção à utilização de tal cláusula no contexto de impasses, mas tem-se notícia de sua utilização no tratamento da saída de sócios de determinada sociedade mesmo na ausência de conflitos, ver YAKIMOWSKI, Laurance, NORDICK, Kirk, MAHER, Derek, DOLAN, Mark. “Buy-Sell provisions in shareholders agreements”. Saskatchewan Legal Education Society Inc., seminar, Corporate Divorce, November 2004, Regina, Saskatchewan, pp. 10 e 11.

632 Ainda maior relevância têm os mecanismos para a solução de impasses (*Pattsituationen* ou *deadlocks*) nas sociedades chamadas de paritárias ou burras em que as participações são iguais (50/50), conforme ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Abuso de Minoria em Direito Societário*. São Paulo: Malheiros, 2014, pp. 41, 427 e 428 e FERREIRA, Mariana Martins Costa. *Buy or Sell e Opções de Compra e Venda para Resolução de Impasse Societário*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, pp. 54 e ss., que traz dados da relevância numérica das sociedades paritárias no Estado de São Paulo.

633 FERREIRA, Mariana Martins Costa. *Buy or Sell e Opções de Compra e Venda para Resolução de Impasse Societário*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, pp. 98 e 99.



normalmente em sociedades com apenas dois sócios, torna-se possível que um dos acionistas adquira a participação do outro de acordo com procedimento que permite ofertas de ambos os lados.

Não se tratando de negócio típico, o princípio da liberdade contratual permite que as partes, em tese, discutam, negociem e escolham os termos que lhes pareçam mais adequados para a saída de um deles nos casos de impasses devidamente qualificados, respeitadas as normas cogentes de aplicação geral. Os impasses que dão lugar à aplicação da cláusula *buy or sell* geralmente são caracterizados com relação a matérias previamente definidas e que se mostrem de relevância para a sociedade<sup>634</sup>, entre os quais encontramos mudanças estruturais (incluindo cisões e incorporações), novos planos de investimentos, estratégia de negócios e entrada de novos sócios.

Na prática, verificam-se diversas modalidades de tais cláusulas. Todas partem do ponto comum do impasse, mas o procedimento de apresentação de propostas pode variar. Abaixo apresentamos as características mais notáveis das espécies de cláusula *buy or sell*<sup>635</sup> referidas pela doutrina com maior frequência<sup>636</sup>.

- a. *Russian Roulette*:** nesta modalidade, diante de um impasse, um dos sócios tem o direito de notificar o outro com a informação do valor que pagaria pela aquisição da participação societária do outro sócio ou que aceitaria para alienar a sua própria participação. O sócio notificado deve decidir se prefere vender ou comprar<sup>637</sup>. O valor oferecido não precisa

---

634 FLEISCHER, Holger, SCHNEIDER, Stephan. Shoot-Out Clauses in Partnerships and Close Corporations – An Approach from Comparative Law and Economic Theory (July 1, 2011). European Company and Financial Law Review (ECFR), Vol. 9, No. 1, p. 38.

635 Na doutrina francesa, existe referência à cláusula de *buy or sell* como “cláusula americana” como testemunho da origem da cláusula, ver GALBOIS, Diane. *La clause de buy or sell à l'épreuve du droit des obligations*. Dissertação de mestrado, Faculdade de Direito, Université Panthéon-Assas Paris II, 2011, p. 6.

636 FERREIRA, Mariana Martins Costa. *Buy or Sell e Opções de Compra e Venda para Resolução de Impasse Societário*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, pp. 103 a 111.

637 LANDEO, Claudia, SPIER, Kathryn. “Shotguns and deadlocks”, *Yale Journal on Regulation*, Vol. 31. n. 1, 2014, p. 157. Exemplo de cláusula neste sentido encontra-se

estar baseado nem em laudo de avaliação nem em qualquer documento preparado por terceiro independente<sup>638</sup>. Parece ser o modelo de uso mais frequente. Há também referência a ajuste contratual inverso: a notificação trataria de oferta de venda e não de compra<sup>639</sup>.

- b. *Texas Shoot-out*:** consiste em certa variação da modalidade descrita no item anterior. A notificação original se dá de igual forma. No entanto, o sócio notificado pode, além de aceitar alienar a sua participação societária ou adquirir a participação do sócio notificante, fazer uma contraproposta de maior valor (normalmente um percentual mínimo previsto contratualmente), o que daria lugar a um processo competitivo de lances em várias rodadas<sup>640</sup> até que uma das partes aceitasse a venda de sua participação<sup>641</sup>.
- c. *Terceira variação*:** na presença de cláusula desta espécie, qualificado o impasse que permite a aplicação da cláusula *buy or sell*, as partes disporiam de um prazo pré-determinado para enviar correspondência a um terceiro independente, previamente nomeado para tais fins, indicando o valor que estariam dispostos a pagar pela participação societária do outro sócio. O sócio que houver feito a maior proposta tem

---

em BLANCHET, Gabriela Alves Mendes. *A Cláusula Shotgun (Buy or Sell) em Acordos de Acionistas*. São Paulo: Almedina, 2021, p. 127.

638 Cumpre ressaltar que, mesmo quando o preço é determinado unilateralmente, pelo sócio ofertante, entendemos que não se cogitar-se na aplicabilidade da restrição prevista no art. 489 do Código Civil, cf. FERREIRA, Mariana Martins Costa. *Buy or Sell e Opções de Compra e Venda para Resolução de Impasse Societário*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 259.

639 ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Abuso de Minoria em Direito Societário*. São Paulo: Malheiros, 2014, p. 422.

640 FLEISCHER, Holger, SCHNEIDER, Stephan, Shoot-Out Clauses in Partnerships and Close Corporations – An Approach from Comparative Law and Economic Theory (July 1, 2011). *European Company and Financial Law Review (ECFR)*, Vol. 9, No. 1, p. 39.

641 Neste sentido, o exemplo de cláusula proposto por MARTINS-COSTA, Judith. “A cláusula de Buy or Sell na perspectiva do direito das obrigações”. In: VENANCIO FILHO, Alberto; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna (Orgs.). *Lei das S.A. em seus 40 anos*. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 540.

o direito de adquirir a participação do outro<sup>642</sup>. Também referida como *Mexican shoot-out* ou *Danish auction*.

Como já referido, uma das vantagens associada com mais frequência à cláusula é que ela promoveria a oferta de preços justos, já que valor ofertado pode ser usado tanto para aquisição da participação de um sócio como para a alienação da própria participação. Também se afirma que o procedimento pode ser mais veloz<sup>643</sup> e menos custoso para as partes<sup>644</sup>. Quanto às desvantagens do uso da cláusula, destaque-se a impossibilidade de previsibilidade de resultado final, já que um sócio que pretendia permanecer na sociedade pode ver-se obrigado a retirar-se e vice-versa<sup>645</sup>, o que pode prejudicar planos de longo prazo de um dos sócios<sup>646</sup>.

Apesar de complexa qualificação jurídica<sup>647</sup>, Judith Martins-Costa defende que “*decompondo-se a estrutura de uma cláusula de buy or sell percebe-se estarem aí reunidos e combinados, traços de obrigações*

---

642 LOBO, Carlos Augusto da Silveira. Acordo de Acionistas. In: BULHÕES PEDREIRA, José Luiz; LAMY FILHO, Alfredo (Coord.). Direito das companhias. Rio de Janeiro: Forense, 2009, Volume I, p. 471.

643 CRAVEIRO, Marina Conti. *Contratos entre Sócios. Interpretação e Direito Societário*. São Paulo, Quartier Latin, 2013, p. 93.

644 BLANCHET, Gabriela Alves Mendes. *A Cláusula Shotgun (Buy or Sell) em Acordos de Acionistas*. São Paulo: Almedina, 2021, p. 83.

645 FLEISCHER, Holger, SCHNEIDER, Stephan, Shoot-Out Clauses in Partnerships and Close Corporations – An Approach from Comparative Law and Economic Theory (July 1, 2011). *European Company and Financial Law Review (ECFR)*, Vol. 9, No. 1, pp. 40 e 41.

646 Para exemplos de cláusulas, fazemos referências aos modelos/exemplos citados em obras consultadas para a elaboração deste trabalho, quais sejam: BLANCHET, Gabriela Alves Mendes. *A Cláusula Shotgun (Buy or Sell) em Acordos de Acionistas*. São Paulo: Almedina, 2021, pp. 125 e ss., MARTINS-COSTA, Judith. “A cláusula de Buy or Sell na perspectiva do direito das obrigações”. In: VENANCIO FILHO, Alberto; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna (Orgs.). *Lei das S.A. em seus 40 anos*. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 540.

647 MARTINS-COSTA, Judith. “A cláusula de Buy or Sell na perspectiva do direito das obrigações”. In: VENANCIO FILHO, Alberto; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna (Orgs.). *Lei das S.A. em seus 40 anos*. Rio de Janeiro: Forense, 2017, pp. 557 e 558. A mesma autora refere-se à estranheza de um ornitorrinco para comparar a cláusula *buy or sell*, ilustrando muito bem a união de diversos elementos em obrigação atípica.

*alternativas, bem como a presença de negócio jurídico unilateral (oferta) e de direito formativo gerador (a aceitação, por vezes procedida pela forma do leilão), bem como de direitos formativos modificativos e extintivos (o direito de ativar a cláusula e o de optar entre a posição de comprador e a de vendedor) de cujo exercício resultará contrato de compra e venda (negócio jurídico bilateral).”<sup>648</sup> A mesma autora conclui a análise da qualificação jurídica afirmando que “a cláusula é lícita, podendo ser perfeitamente acomodada às categorias dogmáticas do Direito brasileiro.”<sup>649</sup>*

Entende-se, assim, que a cláusula *buy or sell*, modelo obrigacional atípico e misto, qualifica-se como contrato preparatório, que é bilateral<sup>650</sup>, oneroso, aleatório e condicionado, não se cuidando de meras tratativas nem de contrato preliminar<sup>651</sup>, tendo como causa impasses societários devidamente qualificados.

---

648 MARTINS-COSTA, Judith. “A cláusula de Buy or Sell na perspectiva do direito das obrigações”. In: VENANCIO FILHO, Alberto; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna (Orgs.). *Lei das S.A. em seus 40 anos*. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 543.

649 MARTINS-COSTA, Judith. “A cláusula de Buy or Sell na perspectiva do direito das obrigações”. In: VENANCIO FILHO, Alberto; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna (Orgs.). *Lei das S.A. em seus 40 anos*. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 549.

650 Carlos Augusto da Silveira Lobo entende que mais adequada a qualificação como negócio, cf LOBO, Carlos Augusto da Silveira. *Acordo de Acionistas*. In: BULHÕES PEDREIRA, José Luiz; LAMY FILHO, Alfredo (Coord.). *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, Volume I, p. 471.

651 FERREIRA, Mariana Martins Costa. *Buy or Sell e Opções de Compra e Venda para Resolução de Impasse Societário*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 150. A autora traz interessantes notas referentes à discussão do tema à luz do direito francês, com várias referências a GALBOIS, Diane. *La clause de buy or sell à l'épreuve du droit des obligations*. Dissertação de mestrado, Faculdade de Direito, Université Panthéon-Assas Paris II, 2011.

## 4. REFERÊNCIAS JURISPRUDENCIAS E CASOS HIPOTÉTICOS

### 4.1 A CLÁUSULA *BUY OR SELL* NA JURISPRUDÊNCIA

Como mencionado anteriormente, são raros os casos da jurisprudência nacional que tratam da cláusula *buy or sell*<sup>652</sup>, tendo sido identificados apenas dois precedentes que tocam, ainda que não de maneira incisiva, a matéria. O primeiro caso tem origem no Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro<sup>653</sup> e chegou ao Superior Tribunal de Justiça<sup>654</sup> e trata de solicitação de revisão do preço de compra, mas ambas as instâncias entenderam que a aplicação de cláusula *buy or sell* contemplava um preço negocial e não um preço baseado em valor patrimonial. O outro caso foi identificado no Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo<sup>655</sup> e trata da solução de impasse em acordo de sócio, sem, contudo, referências ao conteúdo da cláusula *buy or sell*.

A jurisprudência estrangeira também não parece ser abundante<sup>656</sup>. Aparentemente, a jurisprudência norte-americana, especificamente no estado de Nova Iorque, defende a licitude da

---

652 FERREIRA, Mariana Martins Costa. *Buy or Sell e Opções de Compra e Venda para Resolução de Impasse Societário*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, pp. 99 e 100 e BLANCHET, Gabriela Alves Mendes. *A Cláusula Shotgun (Buy or Sell) em Acordos de Acionistas*. São Paulo: Almedina, 2021, pp. 20 a 23. Ademais, detalhes relevantes dos casos identificados não podem ser verificados, nem mesmo quanto à análise do conteúdo da cláusula *buy or sell*, razão pela qual são pouco úteis para a discussão aqui proposta.

653 Apelação Civil n. 0210044-63.1998.8.19.001, Rel. Desembargador Luis Fernando Ribeiro de Carvalho, 3ª Câmara Cível do Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro, data de julgamento 28.10.2008 e data de publicação 14.11.2008.

654 Decisão monocrática no Agravo de Instrumento n. 1.301.616 - RJ, Rel. Ministro Vasco Della Giustina (Desembargador Convocado do TJ/RS), data de julgamento 23.03.2011, DJE 31.03.2011.

655 Agravo de Instrumento n. 2190473-21 2014.8.26.0000, Rel. Des. Fortes Barbosa; Comarca: Araraquara, 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial do Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, data de julgamento 03.02.2015, data de registro 06.02.2015.

656 FERREIRA, Mariana Martins Costa. *Buy or Sell e Opções de Compra e Venda para Resolução de Impasse Societário*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, pp. 100, nota de rodapé 215, com referências a decisões judiciais estrangeiras.

cláusula *buy or sell*, bem como a forma da definição do preço, sem vinculação a referências a valores que poderiam vir a ser pagos por terceiros<sup>657</sup>.

Com relação à escassez de casos, há que se cogitar a possibilidade de que os acordos que contenham a cláusula *buy or sell* refiram-se à arbitragem como método de solução de disputas, razão pela qual os casos seriam sigilosos e não poderiam chegar ao conhecimento público<sup>658</sup>.

## **4.2 CASOS HIPOTÉTICOS PARA DISCUSSÃO DE ASPECTOS RELEVANTES**

A impossibilidade de análise detalhada de precedentes jurisprudenciais abre caminho para discussão de casos hipotéticos que contenham elementos relevantes para as discussões a que se propõe o presente artigo.

### **4.2.1 SÓCIOS COM CONHECIMENTOS ESPECÍFICOS SEMELHANTES X CONHECIMENTOS ESPECÍFICOS DISTINTOS**

Maria e Mônica pretendem constituir uma sociedade limitada com participações igualitárias. Ambas têm conhecimentos específicos

---

657 SHILKOFF, INC., etc Plaintiff-Appellant, v. 885 THIRD AVENUE CORPORATIO, et al., Defendants-Respondents, Supreme Court, Appellate Division, First Department, Nova Iorque, 21.11.2002, disponível em [https://casetext.com/pdf-downloaded?download\\_redirect=shilkoff-v-885-third-avenue-corp](https://casetext.com/pdf-downloaded?download_redirect=shilkoff-v-885-third-avenue-corp).

658 Ver FERREIRA, Mariana Martins Costa. *Buy or Sell e Opções de Compra e Venda para Resolução de Impasse Societário*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, pp. 33, 34 e 101, com referência a procedimento arbitral envolvendo acionistas da Santos Brasil S.A. cujo acordo de controle previa a cláusula *buy or sell*, sem condicioná-la a impasse. Neste ponto, cumpre fazer rápida referência aos prejuízos que podem ser causados ao desenvolvimento do direito societário, tendo em vista o sigilo dos casos, como bem aponta MUNHOZ, Eduardo Secchi. “A importância do sistema de solução de conflitos para o direito societário: limites do instituto da arbitragem”. In: YARSHEL Flávio Luiz, PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (coords.). *Processo Societário*. São Paulo: Quartier Latin, 2012, pp. 80 e ss.



a respeito de marketing em redes sociais, sendo que o objeto da sociedade será a prestação de serviços de tal natureza. Maria e Mônica têm condições financeiras semelhantes, os investimentos necessários para a constituição da sociedade não consumirão todas as suas reservas financeiras. Este é um caso em que a cláusula de *buy or sell* seria um mecanismo de resolução de impasse eficiente (ainda que não deva ser usado isoladamente, mas sim em conjunto com outros mecanismos, e depois de exauridas vias que incentivem acordos amigáveis). Verifica-se no caso simetria entre sócios, tanto informacional quanto financeira. Ademais, a sociedade pode continuar a executar o seu objeto com apenas uma das sócias.

Ana e Amanda também pretendem constituir uma sociedade limitada com participações igualitárias para a prestação de serviços de arquitetura. Apenas as duas trabalharão na sociedade. Enquanto Ana é uma arquiteta experiente, Amanda é recém-formada, e não tem experiência relevante. As características do caso não orientam a utilização da cláusula *buy or sell*, porque a eventual aquisição da participação societária de Ana por Amanda faria com que a sociedade não mais dispusesse de pessoa com conhecimentos específicos necessários para a execução do objeto social. É possível constatar assimetria de informação entre sócios.

Já se demonstra que a análise de características casuísticas é essencial para a avaliação da conveniência da cláusula *buy or sell*.

#### **4.2.2 SÓCIOS COM CAPACIDADE FINANCEIRA DISTINTA**

João e José pretendem constituir sociedade limitada com participações igualitárias que se dedicará à comercialização de frutas e verduras. Os investimentos necessários para o início dos negócios consumiram todas as poupanças de João, mas José ainda mantém reservas financeiras relevantes. Em tal caso, entendemos que não é recomendável a utilização da cláusula *buy or sell*, já que presentes o impasse e as condições para a sua aplicação, João não teria capacidade

financeira de adquirir a participação societária de José, o que, na prática, significa que ele ficaria sem uma real opção de escolha<sup>659</sup>. Como atenuante para a situação, convém a avaliar a definição de prazos para aceitação ou realização de oferta que possibilitem à parte interessada buscar fontes de financiamento.

#### 4.2.3 SOCIEDADE EM CRISE FINANCEIRA

Fernanda e Flávia são sócias com iguais participações em sociedade que se dedica à comercialização de peças de vestuário feminino. A sociedade encontra-se em crise financeira que parece ser passageira, com boas perspectivas de melhorias e crescimento em médio prazo. Para superar a crise momentânea, no entanto, é necessário que a sociedade contrate financiamento de curto de prazo para fazer frente às obrigações da sociedade com vencimento no curto prazo. Foi identificada fonte de financiamento em boas condições, sem exigência de garantia pessoal das sócias. A contratação do financiamento depende da aprovação de ambas as sócias. Verifica-se impasse e os acordos societários preveem a cláusula *buy or sell* na modalidade *Russian Roulette*. Fernanda votou a favor da contratação do financiamento e Flávia votou contra. No entanto, Flávia sabe que a crise pode ser momentânea, mas que Fernanda não teria condições financeiras de adquirir sua participação. Assim, Flávia notifica Fernanda para que esta compre a participação de Flávia ou venda sua participação por um valor reconhecidamente baixo, mas que Fernanda não tem condições de pagar. Fernanda fica obrigada a vender sua participação por valor reconhecidamente baixo. Neste caso, vê-se hipótese para a qual chama atenção o Comitê de Direito Societário da

---

659 Como bem menciona Marcelo Vieira von Adamek, a cláusula *buy or sell* tende a beneficiar o sócio com maior disponibilidade financeira. cf. *Abuso de Minoria em Direito Societário*. São Paulo: Malheiros, 2014, p. 422 e também FERREIRA, Mariana Martins Costa. *Buy or Sell e Opções de Compra e Venda para Resolução de Impasse Societário*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 243.

Ordem dos Advogados da Cidade de Nova Iorque<sup>660</sup>: impasse não real, o qual é criado para ser utilizado com fins abusivos.

#### 4.2.4 ABUSO DE MINORITÁRIO NA REDAÇÃO ORIGINAL DO CÓDIGO CIVIL

Há que se pensar também em casos em que o haja sócio minoritário cujo voto seja necessário para aprovação de matéria cujo quórum de aprovação não seja alcançado com sócio que detém 66% de participação no capital social (matérias de quórum qualificado). Tal caso poderia dar-se em deliberação de fusão de sociedade limitada cujo quórum de aprovação era de  $\frac{3}{4}$  do capital social (Código Civil, art. 1076, inc. I, em sua redação original<sup>661</sup>) na hipótese de M&A para formação de nova sociedade com sócio estratégico líder no setor de atuação, com condições bastante atrativas. Tecnicamente, o sócio minoritário teria condições de vetar a operação, mesmo que, para tanto, exerça o seu direito de voto com abuso, sem o devido cuidado ao interesse social. Ficaria assim verificado o impasse na sociedade, prejudicando o desenvolvimento de suas atividades. A existência da cláusula *buy or sell* nesta hipótese pode ser útil, já que o sócio majoritário poderia, mediante a sua aplicação, acabar por adquirir a participação minoritária, com algum ganho para o minoritário. Parece-nos, no entanto, que, na verdade, a existência da cláusula *buy or sell* em si acabaria por incentivar o comportamento abusivo do sócio minoritário, forçando a ocorrência de um impasse. Pode ser que na ausência da cláusula, o sócio minoritário votasse, no primeiro momento, a favor da fusão, da qual ele também se beneficiaria.

---

660 the Corporation Law Committee of the Association of the Bar of the City of New York. "The Enforceability and Effectiveness of Typical Shareholders Agreement Provisions." *The Business Lawyer*, vol. 65, no. 4, 2010, p. 1191.

661 A alteração promovida no Código Civil pela Lei n. 14.451/20023 alterou tal quórum, que passou a ser somente mais da metade do capital social.

Em vista da alteração no Código Civil, a relevância do caso hipotético fica restrita aos casos em que não haja sócio que seja titular de quotas que representem mais da metade do capital social.

## 5. CONCLUSÕES

A cláusula *buy or sell* é, sem espaço para dúvidas, instituto jurídico útil para a superação de impasses societários, principalmente quando se tratar de sociedades cujos acionistas tenham participações igualitárias e posições financeiras e informacionais simétricas, evitando-se a paralisia e a perda de valores para a sociedade e seus sócios. Ademais, é plenamente lícita no ordenamento brasileiro. Não é, no entanto, a solução ótima para todos os tipos de impasses societários que possam vir a existir. Não parece ser apropriada para companhias abertas, mas mais adequada a companhias fechadas ou sociedades limitadas.

As reflexões e discussões havidas neste trabalho indicam que os casos em que os sócios tenham condições (financeiras e técnicas) semelhantes, bem como disponham de informações em geral equivalentes são o melhor cenário para a aplicação equilibrada da cláusula *buy or sell*. Os impasses que dão lugar à aplicação da cláusula *buy or sell* devem ser relevantes, bem qualificados e causadores de reais prejuízos à sociedade ou à sua operação. Na ausência de tais condições, a conveniência da cláusula é bastante questionável.

Assim, nas sociedades, em que um dos sócios (i) dispõe de conhecimentos específicos úteis para a sociedade, (ii) tem acesso a informações mais relevantes que o outro sócio, ou (iii) possui condições financeiras distintas do outro sócio, não parece ser aconselhável a inclusão de cláusula *buy or sell* em acordos societários, parecendo ser preferível ser privilegiados outros mecanismos para a resolução de impasse societário, inclusive mediação, arbitragem ou acesso ao poder judiciário.

Importante considerar que execução da cláusula *buy or sell* pode acarretar compromissos financeiros relevantes e que nem sempre as

partes tenham ou mantenham condições de cumprir suas obrigações em tal momento. Neste contexto, nos casos em que as condições permitirem, deve ser avaliada a possibilidade de contratação de garantias financeiras cruzadas que de fato garantam os pagamentos decorrentes da cláusula *buy or sell*<sup>662</sup>. Outra preocupação deve ser a previsão de prazo razoável para que a parte notificada tenha a real possibilidade de viabilizar financiamento para a sua contraoferta ou oferta concorrente.

As cláusulas *buy or sell* têm especial relevância no contexto das transações de *mergers & acquisitions* já que o impasse com relação a tais transações usualmente funciona como gatilho para a sua aplicação, bem como a sua presença em acordos societários tem impactos relevantes na vida da sociedade.

A avaliação quanto à conveniência da utilização da cláusula *buy or sell* deve ser feita casuisticamente levando em consideração os elementos aqui descritos, com especial atenção às assimetrias entre as partes, potenciais ou existentes.

---

662 Provavelmente serão poucos os casos em que tal cenário seja possível, tendo em vista o alto custo associado à contratação de garantias financeiras.

## BIBLIOGRAFIA

ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Abuso de Minoria em Direito Societário*. São Paulo: Malheiros, 2014.

----- . *Estudos de Direito Societário – Direito Empresarial Contemporâneo 1*. São Paulo, Quartier Latin, 2023.

BLANCHET, Gabriela Alves Mendes. *A Cláusula Shotgun (Buy or Sell) em Acordos de Acionistas*. São Paulo: Almedina, 2021.

CRAVEIRO, Marina Conti. *Contratos entre Sócios. Interpretação e Direito Societário*. São Paulo, Quartier Latin, 2013.

FERREIRA, Mariana Martins Costa. *Buy or Sell e Opções de Compra e Venda para Resolução de Impasse Societário*. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

FLEISCHER, Holger, SCHNEIDER, Stephan. Shoot-Out Clauses in Partnerships and Close Corporations – An Approach from Comparative Law and Economic Theory (July 1, 2011). *European Company and Financial Law Review (ECFR)*, Vol. 9, No. 1, pp. 35-50, March 2012, Max Planck Private Law Research Paper No. 11/13, disponível em <https://ssrn.com/abstract=1963118>.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França. *Invalidez das Deliberações de Assembléias das S.A.* São Paulo, Malheiros, 1999.

FRUTOS, Maria Angeles de, KITTSTEINER, Efficient partnership dissolution under buy/sell clauses. *The Rand Journal of Economics*, Vol. 39, N. 01 (Spring 2008), disponível em <https://www.jstor.org/stable/25046369>.

GALBOIS, Diane. *La clause de buy or sell à l'épreuve du droit des obligations*. Dissertação de mestrado, Faculdade de Direito, Université Panthéon-Assas Paris II, 2011, disponível em <https://docassas.u-paris2.fr/>



nuxeo/site/esupversions/7e94c370-12b9-497a-97f7-c386176b8b22?inline

LANDEO, Claudia, SPIER, Kathryn. “Shotguns and deadlocks”, Yale Journal on Regulation, Vol. 31. n. 1, 2014, disponível em <https://openyls.law.yale.edu/handle/20.500.13051/8191>.

LOBO, Carlos Augusto da Silveira. Acordo de Acionistas. In: BULLHÕES PEDREIRA, José Luiz; LAMY FILHO, Alfredo (Coord.). Direito das companhias. Rio de Janeiro: Forense, 2009, Volume I.

MARTINS-COSTA, Judith. “A cláusula de Buy or Sell na perspectiva do direito das obrigações”. In: VENANCIO FILHO, Alberto; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna (Orgs.). Lei das S.A. em seus 40 anos. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. “A importância do sistema de solução de conflitos para o direito societário: limites do instituto da arbitragem”. In: YARSHEL Flávio Luiz, PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (coords.). Processo Societário. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

NEVILLE, Mette. A Statutory Buy-Out Right in SMEs - An Important Corporate Governance Mechanism and Minority Protection? (January 1, 2010). COMPANY LAW AND SMEs, Mette Neville & Karsten Engsig Sørensen, eds., Thomson Reuters, 2010, Nordic & European Company Law Working Paper No. 10-03, disponível em <https://ssrn.com/abstract=1709954>.

The Corporation Law Committee of the Association of the Bar of the City of New York. “*The Enforceability and Effectiveness of Typical Shareholders Agreement Provisions.*” The Business Lawyer, vol. 65, no. 4, 2010, disponível em <https://www.nybar.org/pdf/report/uploads/20071830-TheEnforceabilityandEffectivenessofTypicalShareholderAgreementProvisionsforweb.pdf>

YAKIMOWSKI, Laurance, NORDICK, Kirk, MAHER, Derek, DOLAN, Mark. “Buy-Sell provisions in shareholders agreements”. Saskatchewan Legal Education Society Inc., seminar, Corporate Divorce, November 2004, Regina, Saskatchewan, disponível em <https://library.lawsociety.sk.ca/inmagicgenie/documentfolder/ac4297.pdf>.