



**UNIVERSIDADE FEDERAL DA BAHIA
FACULDADE DE DIREITO
GRADUAÇÃO EM DIREITO**

ROBERTA GUIMARÃES PEREIRA

**A CLÁUSULA SANDBAGGING NO ORDENAMENTO
JURÍDICO BRASILEIRO:**

ANÁLISE DO CASO CBS V. ZIFF-DAVIS PUBL. CO.

Salvador

2021

ROBERTA GUIMARÃES PEREIRA

**A CLÁUSULA SANDBAGGING NO ORDENAMENTO
JURÍDICO BRASILEIRO:**

ANÁLISE DO CASO CBS V. ZIFF-DAVIS PUBL. CO.

Monografia apresentada como requisito parcial para
obtenção do grau de Bacharel em Direito, Faculdade
de Direito, Universidade Federal da Bahia.

Orientadora: Prof.^a Me. Lara Britto de Almeida
Domingues Neves

Salvador

2021

ROBERTA GUIMARÃES PEREIRA

**A CLÁUSULA SANDBAGGING NO ORDENAMENTO
JURÍDICO BRASILEIRO:**

ANÁLISE DO CASO CBS V. ZIFF-DAVIS PUBL. CO.

Monografia apresentada como requisito parcial para
obtenção do grau de Bacharel em Direito, Faculdade
de Direito, Universidade Federal da Bahia.

Salvador, 17 de junho de 2021.

BANCA EXAMINADORA

Lara Britto de Almeida Domingues Neves (Orientadora) - Mestre em Direito dos Negócios
pela Fundação Getúlio Vargas - Escola do Direito de São Paulo, FGV-SP, Brasil.
Universidade Federal da Bahia

João Glicério de Oliveira Filho (Examinador) - Doutor em Direito Público pela Universidade
Federal da Bahia, UFBA, Brasil.
Universidade Federal da Bahia

Técio Spínola Gomes (Examinador) - Doutor em Direito Civil pela Universidade de São
Paulo, USP, Brasil.
Universidade Federal da Bahia

Aos meus grandes amigos do Núcleo de Competições Internacionais
do Subnúcleo de Arbitragem, sem os quais a elaboração deste trabalho
não seria possível.

AGRADECIMENTOS

Agradeço aos meus pais, Andréia e Jorge, e à minha irmã, Flávia, por sempre me encorajarem e apoiarem minhas decisões e projetos.

Agradeço aos meus amigos Bia, Maria, Pedro, Tati e Ju, com os quais eu pude compartilhar a experiência de escrever a monografia. Sou muito grata por ter vocês ao meu lado em mais um ciclo tão importante na minha vida.

Agradeço à minha amiga Alana pelos melhores conselhos e dicas e por ter me tranquilizado ao longo do processo escrita.

Agradeço à Milena por ter se feito tão presente ao longo da elaboração deste trabalho, por me encorajar nos momentos que tive dificuldades e, principalmente, por ter paciência para escutar todos os meus áudios de desabafo. Todos os dias aprendo muito com a nossa amizade.

Agradeço às minhas amigas Flávia, Flora, Lara, Malu, Mari e Renata e aos meus amigos Ricardo, Rafael e Matheus por terem me acalmado nos momentos de estresse e feito a redação da monografia muito mais leve e descontraída.

Agradeço à Prof.^a Lara por me guiar na elaboração deste trabalho. Foi um prazer e uma honra ser orientada por uma profissional que admiro tanto.

Por fim, agradeço a todos os amigos e colegas que conheci ao longo desses cinco anos, dentro e fora da faculdade que, de alguma forma, impactaram minha trajetória pessoal, acadêmica e profissional.

“Não se faz doutrina com erudição vazia, slogans e palavras de ordem – por sonoras, generosas ou grandiloquentes que possam ser –, nem com o transplante acrítico de soluções estrangeiras, sem pensar-se nas possibilidades e sem avaliar os efeitos concretos de sua inserção no sistema; sequer com trivialidades destituídas de valor explicativo e cuja força advém somente da monocórdica repetição”.

Judith Martins-Costa (2014, p. 22)

PEREIRA, Roberta Guimarães. **A Cláusula Sandbagging no Ordenamento Jurídico Brasileiro: Análise do Caso CBS v. Ziff-Davis Publ. Co.** Orientadora: Lara Britto de Almeida Domingues Neves. 2021. 72 f. Monografia (Bacharelado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade Federal da Bahia, Salvador, 2021.

RESUMO

A presente monografia estuda a possibilidade de aplicação da cláusula *sandbagging*, dispositivo contratual de origem norte-americana, no ordenamento jurídico brasileiro. O objetivo deste estudo é compatibilizar a referida cláusula com as normas brasileiras, em especial quando considerados os institutos jurídicos da boa-fé objetiva e do dolo. Com isso, pretende-se auxiliar advogados e demais agentes econômicos envolvidos em operações de F&A a mensurar os riscos e consequências da utilização do *sandbagging*. Para a realização deste projeto, utilizou-se a metodologia qualitativa, feita a partir da revisão bibliográfica da doutrina, nacional e internacional sobre o tema, do exame da legislação brasileira e do estudo de caso, por meio da investigação do precedente americano *CBS v. Ziff-Davis Publ. Co.* Ao fim deste trabalho, foi possível concluir que a discussão sobre a aplicabilidade *sandbagging* depende de uma análise concreta, e não abstrata da cláusula, razão pela qual o contexto negocial e condutas adotadas pelas partes durante a negociação serão determinantes quando considerada a validade e a eficácia do *sandbagging* no Brasil.

Palavras-chave: *Sandbagging*, F&A, Fusão e Aquisições, Contratos de Aquisição de Participação Societária, Declarações e Garantias, Dolo, Boa-Fé.

PEREIRA, Roberta Guimarães. **The Sandbagging Clause in the Brazilian Legal System: An Analysis of the Case CBS v. Ziff-Davis Publ. Co.**. Thesis advisor: Lara Britto de Almeida Domingues Neves. 2021. 72 p. Monography (Bachelor's degree in Law) – Law School, Federal University of Bahia, Salvador, 2021.

ABSTRACT

This paper studies the possibility of applying sandbagging clauses, a north american contractual device, in the Brazilian legal system. The objective of this paper is study wheter the clause is compatible with Brazilian rules, especially considering the legal institutes of good faith and fraud. The intent of this paper is to help lawyers and other economic agents involved in M&A transactions to measure the risks and consequences of sandbagging. This project used a qualitative methodology based on a bibliographic review of national and international doctrine about the subject, an examination of Brazilian legislation, and a case study, through the investigation of the American precedent CBS v. Ziff-Davis Publ. Co. At the end of this paper, it was possible to conclude that the discussion about the applicability of sandbagging depends on a concrete, rather than abstract, analysis of the clause, which is why the negotiating context and the conduct adopted by the parties during the negotiation will be determinant to verify the validity and effectiveness of sandbagging in Brazil.

Keywords: Sandbagging, M&A, Mergers and Acquisitions, Share Purchase Agreements, Representations and Warranties, Fraud, Good Faith.

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	10
2 OPERAÇÕES DE FUSÕES E AQUISIÇÕES	14
2.1 Estrutura da operação de M&A.....	14
2.2 Os acordos e documentos preliminares.....	14
2.3 A <i>due diligence</i>	16
2.4 Os contratos definitivos.....	19
2.4.1 O contrato de compra e venda de ações/quotas	20
2.4.1.1 A cláusula de declarações e garantias	21
2.4.1.2 A cláusula de indenização	25
2.4.2 O dever de informar e as declarações e garantias nas operações de F&A	26
2.5 A cláusula <i>sandbagging</i> : função e problemáticas relacionadas.....	29
3 O CASO CBS V. ZIFF-DAVIS PUBL. CO.: ANÁLISE À LUZ DA COMMON LAW ..	31
3.1 Descrição do Caso.....	31
3.2 Distinções relevantes, principais pontos de discussão e reflexões sobre o caso à luz da <i>common law</i>	35
4 SOLUÇÃO À LUZ DO DIREITO BRASILEIRO	44
4.1 O princípio da boa-fé objetiva.....	46
4.2 O dolo na inserção da cláusula <i>sandbagging</i> no contrato de compra e venda de ações/quotas	55
4.3 Análise do caso a partir do ordenamento jurídico brasileiro.....	60
5 CONCLUSÃO	66
REFERÊNCIAS	10

1 INTRODUÇÃO

A nomenclatura fusões e aquisições - F&A¹ traduz a expressão anglo-saxônica *mergers and acquisitions* - M&A e identifica o conjunto de medidas de crescimento externo ou compartilhado de uma sociedade empresária², concretizadas por meio de reorganizações societárias³.

As fusões e aquisições, em especial nas décadas de 80 e 90, reconfiguraram as relações empresariais. Isso porque, em decorrência dos avanços tecnológicos e da informática no fim do século XX, houve significativa intensificação no fluxo de pessoas, capitais e serviços, o que favoreceu o surgimento de uma comunidade mundialmente integrada. Como consequência desse fenômeno, houve aumento da competitividade entre empresas no mercado, que agora poderiam concorrer entre si em nível mundial. Além disso, a integração internacional entre mercados tornou mais suscetível a propagação de instabilidade no sistema econômico-financeiro⁴.

Nesse contexto, as fusões e aquisições surgem como a ferramenta adequada para promover o crescimento de sociedades empresárias de forma inorgânica, por meio de diferentes tipos de integração, seja ela horizontal ou vertical, ou por meio de estratégias de redução de custos e aumento da eficiência das sociedades⁵.

¹ Neste trabalho as expressões “fusões e aquisições”, “F&A”, “*mergers and acquisitions*” e “M&A” serão utilizadas como sinônimos, em que pese a expressão “*merger*” não se identificar com o instituto da fusão, disciplinado pelo art. 228 da Lei 6.404/1976, mas sim com o da incorporação, regulado pelo art. 227 da Lei 6.404/1976. BOTREL, Sérgio Mendes. **Fusões & Aquisições**. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2017, p. 23.

² Neste trabalho, as expressões empresa, sociedade empresária e sociedade serão utilizadas como sinônimos.

³ *Ibid.*, p. 23.

⁴ CAMARGOS, Marcos Antônio de. **Fusões e Aquisições de Empresas Brasileiras: Criação de Valor, Retorno, Sinergias e Risco**. Tese (Doutorado em Administração). Centro de Pós Graduação e Pesquisas em Administração da Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2008, p. 1-2.

⁵ Nesse sentido, Sérgio Botrel aponta algumas das estratégias corporativas que podem ser adotadas para promover o crescimento externo ou compartilhado: “[...] (1) interno - aumento das vendas e da capacidade de produção da força de trabalho; (2) integração horizontal - expansão da empresa por meio da aquisição de outras que atuam na mesma unidade de negócios; (3) diversificação horizontal relacionada - aquisição de outra empresa de um setor externo a seu campo de atuação atual, mas relacionada às suas competências essenciais, para aproveitar sinergias e criar valor; (4) diversificação horizontal não relacionada - aquisição de outra empresa de setor não relacionado, geralmente por motivo de investimento financeiro, para aproveitar oportunidades de investimento; (5) integração vertical de empresas relacionadas - aquisição de empresa por meio da transferência ou partilha de competências essenciais semelhantes ou complementares no canal de distribuição vertical; (6) integração vertical de empresas não relacionadas - aquisição de empresa com diferentes competências essenciais, o que limita a sua transferência ou partilha; (7) fusões - união de duas empresas por meio de uma permuta de ações, com o objetivo de partilha ou transferência de recursos e ganho em força competitiva; (8) alianças estratégicas [...] e estratégias de redução: (1) *turnaround* - visa a tornar a empresa mais enxuta e eficaz ao eliminar resultados não lucrativos, diminuir ativos, reduzir o tamanho da força de trabalho, cortar custos de distribuição e reconsiderar as linhas de produtos e os grupos de clientes; (2) desinvestimento - ocorre quando uma empresa vende ou faz um spin-off (segregação parcial) de uma de suas unidades de negócio se esta apresentar um desempenho ruim ou deixar de se adequar ao perfil estratégico da empresa; (3) liquidação - venda de ativos indicada somente quando nem o turnaround, nem o desinvestimento forem viáveis, em virtude de suas perdas e impactos negativos”. BOTREL, *Op. cit.*, p. 24-25.

Por se tratar de um processo de combinação de empresas, a assinatura dos contratos⁶ que formalizam a operação de F&A é precedida por intensas negociações, justamente visando encontrar um ponto de equilíbrio comum entre os interesses de ambas as partes⁷, comprador e vendedor, que, naturalmente, ocupam posições contrapostas.

Nesse sentido, é evidente que, durante as tratativas, as premissas negociais são traçadas a partir de pontos de vista e conhecimentos distintos sobre as qualidades da empresa a ser adquirida - também chamada de sociedade alvo ou *target*⁸. Isso porque, em regra, existe uma relação de assimetria informacional entre o vendedor e o comprador, haja vista que o vendedor tende a deter mais conhecimento sobre o funcionamento da *target*⁹.

Por esse motivo, em operações de F&A, é comum que as partes façam detalhados procedimentos de auditoria - *due diligence*¹⁰ e, posteriormente, se utilizem de mecanismos contratuais como as declarações e garantias¹¹⁻¹², a fim de reduzir a assimetria informacional entre comprador e vendedor e, assim, estabelecer bases contratuais que sejam mais vantajosas para ambas as partes¹³.

⁶ A estrutura contratual das operações de F&A será abordada no Capítulo 2.

⁷ SABADIN, Mariana Guerra. **Autonomia Privada e Licença para Mentir - uma Investigação sobre a Possibilidade de Limitação Contratual de Responsabilidade por Dolo**. Dissertação de Mestrado (Mestrado em Direito) Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas. São Paulo, 2015, p. 9.

⁸ *Target* ou sociedade alvo é a denominação atribuída à sociedade objeto da operação de F&A que será adquirida pelo comprador. GARNER, Bryan A. **Black's Law Dictionary**. 9. ed. St. Paul: West Group, 2009, p. 394.

⁹ Cf. Mariana Guerra Sabadin: “Para a análise da assimetria informacional e da relevância da informação no contexto de negócios jurídicos mercantis ora pretendida, partir-se-á, para fins didáticos, do quadro de uma compra e venda de participação societária, em que uma das partes – o vendedor – conhece as características do objeto da operação, bem como dos elementos a ele subjacentes, que a outra parte – o comprador – ignora. Trata-se de situação na qual o vendedor, em razão da proximidade e/ou do fácil acesso à administração prévia da sociedade alvo, tem informações a ela concernentes que o comprador não tem, mas gostaria de adquirir”. SABADIN, *Op. cit.*, p. 18.

¹⁰ Cf. Sérgio Botrel “[...] procedimento de auditoria que tem como principais objetivos [...] obter a melhor compreensão possível do negócio a ser adquirido. [...] Em que pese não existir uma regra que defina os pontos de investigação, a auditoria nas operações de F&A normalmente abrange aspectos contábeis, financeiros, patrimoniais, societários, contratuais, trabalhistas, fiscais, de propriedade intelectual e regulatórios”. BOTREL, Sérgio Mendes. **Fusões & Aquisições**. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2017, p. 246-247. Para fins deste estudo, serão consideradas apenas as auditorias conduzidas pelo comprador.

¹¹ A cláusula de declarações e garantias é uma técnica contratual por meio da qual as partes fazem afirmações positivas ou negativas sobre diversos aspectos do bem objeto do negócio, cuja veracidade e exatidão são garantidas pela parte que presta tais afirmações. GREZZANA, Giacomo. **A Cláusula de Declarações e Garantias em Alienação de Participação Societária**. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 19.

¹² Cf. Giacomo Grezzana: “A alienação de participação societária possui a peculiaridade de que seu objeto é demasiado complexo, impedindo uma determinação à priori do tipo de informação que se deve informar. [...] Por isso, faz-se necessário intensa cooperação entre as partes, normalmente dentro de uma *due diligence*. [...] A cláusula de declaração e garantias [...] pode, em suas funções informativa e probatória, auxiliar o intérprete na identificação da informação errônea repassada na fase pré-contratual por aquele que presta as declarações e garantias”. GREZZANA, *Op. cit.*, p. 245.

¹³ Ainda nesse sentido: “[...] as partes não estipulam contratos pelo prazer de trocar declarações de vontade, mas tendo em vista certas finalidades. Enfim, (i) o contrato só é celebrado se as partes creem que a situação dele resultante ser-lhes-á vantajosa [...]”. FORGIONI, Paula. A. **A Interpretação dos Negócios Empresariais no Novo Código Civil Brasileiro**. IN: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, n. 130, 2003, p. 10.

Contudo, o *disclosure* de informações pelo vendedor, durante a auditoria e, posteriormente, por meio do fornecimento de declarações e garantias, é extremamente sensível, porque nem sempre o vendedor informa ou tem todas as informações que seriam relevantes para o comprador.

Além disso, nem sempre o comprador consegue verificar a retidão de todas as declarações prestadas pelo vendedor sobre a sociedade alvo, tendo fundadas suspeitas quanto à veracidade dessas informações. Por esse motivo, é comum que o comprador busque incorporar ao contrato ferramentas que preservem o seu direito à indenização na hipótese de falsidade da cláusula de declarações e garantias.

Nesse cenário, a cláusula *sandbagging* surge como um mecanismo que torna o eventual conhecimento do comprador sobre a falsidade das declarações e garantias prestadas pelo vendedor, no momento anterior ao fechamento do contrato, irrelevante para o recebimento de indenização¹⁴.

Como o uso do *sandbagging* descende de sistemas jurídicos de *common law*, existe discussão sobre a possibilidade de utilizar, no Brasil, cláusula que garante que o comprador seja indenizado após o fechamento do negócio por vício que conhecia previamente à assinatura do contrato.

Nesse caso, a atitude do comprador está em conformidade com a boa-fé objetiva, considerando-se o art. 422 do Código Civil¹⁵? É possível que as partes, por meio de sua autonomia privada, pactuem cláusula que relativiza os deveres de informar e de lealdade decorrentes da boa-fé objetiva? Em que medida o contexto da negociação e a conduta das partes influencia na validade deste dispositivo? Quais os limites na utilização de uma cláusula *sandbagging*? É possível se falar na invalidade desta cláusula em abstrato?

Diante desses questionamentos, ao se discutir a aplicabilidade do *sandbagging* no ordenamento jurídico brasileiro, deve-se levar em consideração os efeitos concretos da inserção desta cláusula no sistema, visto que, conforme defende Judith Martins-Costa, não se faz doutrina com “*o transplante acrítico de soluções estrangeiras*”¹⁶.

¹⁴ KALANSKY, Daniel; SANCHEZ, Rafael Biondi. **Sandbagging Clauses nas Operações de Fusões e Aquisições (M&A)**. IN: *Novos Temas de Direito e Corporate Finance*, 1. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 146. A definição e demais problemáticas envolvendo a cláusula *sandbagging* serão desenvolvidas com maior profundidade no Capítulo 2.

¹⁵ Art. 422. do Código Civil: Os contratantes são obrigados a guardar, assim na conclusão do contrato, como em sua execução, os princípios de probidade e boa-fé.

¹⁶ Não se faz doutrina com erudição vazia, slogans e palavras de ordem – por sonoras, generosas ou grandiloquentes que possam ser –, nem com o transplante acrítico de soluções estrangeiras, sem pensar- -se nas possibilidades e sem avaliar os efeitos concretos de sua inserção no sistema; sequer com trivialidades destituídas de valor explicativo e cuja força advém somente da monocórdica repetição. MARTINS-COSTA, Judith. **Autoridade e**

Tendo em vista a escassez de jurisprudência nacional sobre o tema, o presente trabalho busca examinar o instituto do *sandbagging* por meio do estudo do caso norte-americano *CBS v. Ziff-Davis Publ. Co.*, julgado pela *Court of Appeals of New York*.

Inicialmente, será traçado um breve panorama sobre conceitos e institutos das fusões e aquisições que são essenciais para a compreensão da finalidade e do funcionamento da cláusula *sandbagging*.

Em seguida, será abordado o precedente *CBS v. Ziff-Davis Publ. Co.*, assim como serão estudados os argumentos utilizados pela *Court of Appeals of New York*, que integra um sistema jurídico de *common law*, para julgar a utilização do *sandbagging*.

Por fim, considerando as premissas fáticas do caso *CBS v. Ziff-Davis Publ. Co.*, será apresentada uma solução para o uso do *sandbagging* à luz do ordenamento jurídico brasileiro, ou seja, fazendo uma análise sob o prisma de um sistema jurídico de *civil law*.

Com isso, pretende-se compreender e delimitar como o Poder Judiciário nacional irá interpretar a cláusula *sandbagging*, bem como quais parâmetros legais podem ser utilizados pelos juízes brasileiros, ao analisar conflitos que envolvam o uso da referida cláusula.

Assim, a presente monografia também pretende auxiliar advogados e os agentes econômicos envolvidos em operações de F&A a mensurar os riscos e eventuais consequências decorrentes da utilização do *sandbagging*.

Dito isso, para a realização deste projeto, utilizou-se a metodologia qualitativa, feita a partir da revisão bibliográfica da doutrina, nacional e internacional, sobre o tema, do exame da legislação brasileira e do estudo de caso, por meio da investigação do precedente americano *CBS v. Ziff-Davis Publ. Co.*

Ao fim da pesquisa, conforme será demonstrado ao longo deste estudo, foi possível concluir que a discussão sobre a aplicabilidade *sandbagging* depende de uma análise concreta, e não abstrata da cláusula, razão pela qual o contexto negocial e condutas adotadas pelas partes durante a negociação serão determinantes quando verificada a validade e a eficácia do *sandbagging* no Brasil.

2 OPERAÇÕES DE FUSÕES E AQUISIÇÕES

2.1 Estrutura da operação de M&A

Para que seja possível compreender a cláusula *sandbagging*, é preciso contextualizar o leitor sobre o funcionamento e a estrutura contratual das fusões e aquisições.

Inicialmente, ao se tratar sobre a organização jurídica das operações de F&A, é necessário destacar que não há um processo de estruturação cogente¹⁷ a ser seguido pelos agentes econômicos envolvidos nesse tipo de negócio. As partes podem livremente pactuar a forma contratual e os procedimentos que melhor atendem suas necessidades, observando o caso específico.

Contudo, apesar de existirem múltiplas configurações contratuais que podem ser adotadas pelas partes, se consolidou na prática brasileira uma espécie de “processo padrão” de negociação nas fusões e aquisições¹⁸⁻¹⁹, o qual será analisado no presente trabalho²⁰.

Nesse sentido, pode-se dizer que as fusões e aquisições são divididas em três momentos relevantes para a configuração do negócio: i) assinatura de acordos e documentos preliminares, momento em que, em regra, não há para as partes a obrigação de adquirir a *target*; ii) a auditoria; e iii) a assinatura dos contratos definitivos, momento em que as partes se vinculam e estão obrigadas a concluir a operação ou arcar com as perdas decorrentes do inadimplemento.

2.2 Os acordos e documentos preliminares

Por mais variados que sejam os nomes dos contratos firmados nesta fase da operação de F&A, os referidos acordos têm como objetivos principais, estabelecer deveres de confidencialidade e exclusividade entre as partes, assim como traçar premissas base do negócio por meio da oferta inicial.

¹⁷ BOTREL, Sérgio Mendes. **Fusões & Aquisições**. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2017, p. 243.

¹⁸ *Ibid.*, p. 243.

¹⁹ Cf. Deborah Santos e Marília Lopes: “Os contratos de compra e venda de participação societária representativa de controle revestem-se, portanto, de alta complexidade e risco econômico. Não à toa, a prática societária tem evidenciado a utilização de diversos instrumentos jurídicos pelas partes – muitas vezes, importados do direito estrangeiro – para gerir os riscos econômicos a que tais operações estão sujeitas”. SANTOS, Deborah Pereira Pinto dos; LOPES, Marília. **Notas sobre a Responsabilidade Contratual do Alienante pela Violação das Cláusulas de Declarações e Garantias nos Contratos de Alienação de Participação Societária Representativa de Controle**. IN: Revista Brasileira de Direito Civil, v. 24, n. 2, 2020, p. 242.

²⁰ Neste estudo, tratar-se-á especificamente do processo de aquisição que tende a ser utilizado para a compra de sociedades anônimas fechadas e sociedades limitadas. O processo para adquirir companhias abertas tende a adotar alguns outros procedimentos específicos, tendo em vista que essas sociedades são reguladas pela Comissão de Valores Mobiliários.

Por meio desses documentos, a exposição das partes a riscos jurídicos durante as tratativas inaugurais é reduzida, haja vista que, por conta de sua natureza, em regra, não vinculante²¹, comprador e vendedor não estão obrigados a concluir o negócio. Além disso, estes contratos preliminares são fundamentais para estabelecer limites ao *disclosure*²² inicial de informações²³.

Nesse sentido, com o objetivo de estabelecer o dever de confidencialidade²⁴, é comum que as partes pactuem acordo de confidencialidade, o qual pode vir ou não acompanhado da carta de intenções, também conhecida como *letter of intent*²⁵.

A *letter of intent*, tende a iniciar as tratativas, definindo o procedimento de *disclosure* de informações, a forma e o lugar em que serão conduzidas as negociações. A carta de intenções também determinará como serão distribuídos os custos decorrentes das tratativas que, em regra, são de responsabilidade única e exclusiva de cada uma das partes²⁶.

²¹ Importante destacar que o efeito não vinculante dos acordos preliminares se refere a não obrigatoriedade em concluir o procedimento de aquisição da sociedade. Contudo, as obrigações consubstanciadas nos contratos preliminares, evidentemente, vinculam as partes. Ou seja, a parte que assina NDA deverá cumprir as obrigações firmadas neste instrumento e arcará com as perdas decorrentes do inadimplemento eventual de alguma das obrigações de confidencialidade ali estabelecidas. Nesse sentido, Sérgio Botrel pontua que: “O caráter não vinculante implica, tão somente, a inexistência de obrigatoriedade de as partes celebrarem o contrato objeto das negociações. As obrigações assumidas em virtude do documento (exclusividade, confidencialidade, etc.) deverão ser cumpridas, sob pena de a parte infratora responder por perdas e danos”. BOTREL, Sérgio Mendes. **Fusões & Aquisições**. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2017, p.274.

²² As fusões e aquisições revestem-se de alta complexidade e risco econômico, razão pela qual, neste tipo de negócio, as partes se submetem a um intenso processo de coleta de informações e análise de documentos, justamente com a finalidade de avaliar a situação jurídica e econômica da *target* para posteriormente alocarem os riscos da operação, determinando os termos contratuais e preço da sociedade alvo. SANTOS, Deborah Pereira Pinto dos; LOPES, Marília. **Notas sobre a Responsabilidade Contratual do Alienante pela Violação da Cláusulas de Declarações e Garantias nos Contratos de Alienação de Participação Societária Representativa de Controle**. IN: Revista Brasileira de Direito Civil, v. 24, n. 2, 2020, p. 242 e CITOLINO, Carolina Bosso. **Indenização pelo Descumprimento da Cláusula de Declarações e Garantias no Brasil**. Monografia (Pós-graduação Lato Sensu em Direito dos Contratos – LL.M.). Insper Instituto de Ensino e Pesquisa. São Paulo, 2013, p. 40. Nesse sentido, é aconselhável que as partes documentem a evolução das negociações, para que se resguardar de eventuais litígios sobre o teor das informações trocadas e a fim de facilitar a comprovação do que foi objeto de discussão durante as tratativas do contrato. BOTREL, *Op. cit.*, p. 261.

²³ Cf. Judith Martins-Costa: “[...] Aí se põe a questão de saber se a mera troca de acordos parciais, de minutas, de consentimentos ainda não definitivos, de propostas ainda não aceitas, de pactos de preferência, de cartas de intenção, etc., é suficiente, ou não, para formar um vínculo jurídico-obrigacional entre os agentes, cabendo discernir até que ponto esses atos são dotados de eficácia negocial típica, ou, diferentemente, se fazem nascer mera eficácia de vinculação a deveres de proteção, ou, ainda, se estão destituídos de qual quer eficácia obrigacional em sentido lato”. MARTINS-COSTA, Judith. **A Boa-fé no Direito Privado: Critérios Para a sua Aplicação**. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2018, p. 424.

²⁴ Cf. Sérgio Botrel: “O objeto deste acordo é a obrigação de não revelar as informações confidenciais a terceiros sem a autorização expressa da parte interessada. O ideal é que todas as pessoas que tenham acesso às informações sigilosas, inclusive os assessores das partes e seus auditores, assinem o documento, assumindo a obrigação pessoalmente. Com o objetivo de conferir maior segurança à parte que revela informações sigilosas no curso da operação, é comum que se imponha ao receptor das informações o dever de fazer com que seus funcionários, prepostos ou assessores adiram ao acordo de confidencialidade”. BOTREL, *Op. cit.*, p. 277.

²⁵ NETO, Antônio Carlos da Silva. **O Contrato de Compra e Venda de Quotas e a Escrow Account**. IN: Revista Jurídica Luso-Brasileira, ano 3, n. 4, 2017, p. 185.

²⁶ BOTREL, Sérgio Mendes. *Op. cit.*, p. 273.

Em seguida, é apresentada uma oferta não vinculante, por meio de uma *non binding offer* ou por meio de um *term sheet*. Essas propostas iniciais, em geral, definem o preço, a forma de pagamento, a estrutura da operação, etc. Ou seja, estabelecem o alinhamento mínimo necessário para que as partes realizem uma *due diligence* da sociedade alvo²⁷.

Inclusive, é por meio da auditoria que o comprador e o vendedor poderão confirmar se os elementos indicados no *term sheet* devem ser, ou não, adaptados.

Com o objetivo de ajustar as premissas estabelecidas no *term sheet* e definir a base dos contratos definitivos, as partes firmam o memorando de entendimentos, que estabelece certos parâmetros para a negociação dos contratos definitivos, conforme o grau e intensidade da troca de informações feita pelas partes. Nesse sentido, é comum que a elaboração deste tipo contratual ocorra após as partes realizarem a auditoria da *target*²⁸.

Enfim, estes são os contratos geralmente negociados durante as tratativas preliminares das operações de F&A. No entanto, destaca-se que não é necessário que todos estes documentos sejam pactuados pelas partes ou que os contratos sigam esta ordem exata de assinatura. Isso porque, nos termos do artigo 421 do Código Civil, as partes têm liberdade contratual para estipular a operação da forma que lhes seja mais vantajosa.

2.3 A *due diligence*

Nas F&A, a auditoria pode ser considerada uma das etapas mais delicadas da operação, por se tratar de um procedimento extremamente oneroso no qual há intensa troca de informações sensíveis e sigilosas entre as partes.

Embora não exista uma disciplina jurídica própria da *due diligence*, há certo consenso doutrinário de que ela se insere em uma categoria mais ampla do dever de informar. Nesse sentido, durante a sua realização, é aconselhável que as partes delimitem o ônus informativo²⁹

²⁷ BOTREL, Sérgio Mendes. **Fusões & Aquisições**. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2017, p. 275.

²⁸ BOTREL, *Op. cit.*, p. 279-283.

²⁹ Destaca-se que, apesar de haver uma presunção no sentido de que o vendedor possui mais conhecimento sobre as qualidades da participação societária a ser alienada, o dever de informar não é apenas por ele sustentado. Isso porque também se impõe ao comprador o dever de se autoinformar sobre a sociedade que pretende adquirir. Nesse sentido, pontua Giacomo Grezzana: “O credor da informação só tem direito de exigí-la ou a reclamar indenização por falha no dever de informar quando o desconhecimento da informação é legítimo. Nesse sentido deve ser levada em conta a possibilidade do credor da informação obtê-la mediante o exercício de diligência ordinária. Fala-se em ônus da parte de se informar, ou ônus de autoinformação”. GREZZANA, Giacomo. **A Cláusula de Declarações e Garantias em Alienação de Participação Societária**. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 255.

que será suportado por cada uma delas, especialmente quando consideradas restrições de tempo e custo impostas pelo cronograma da operação, que podem afetar essa troca de informações³⁰.

Geralmente, a *due diligence* ocorre em momento anterior à assinatura dos contratos definitivos³¹. No entanto, nada impede que seja realizada auditoria como requisito para cumprimento das condições precedentes estipuladas no *share purchase agreement*, ou após o *closing*³² da operação, com a finalidade de verificar algum ajuste de preço que eventualmente tenha sido pactuado pelas partes³³.

Quando realizada antes da assinatura dos contratos definitivos, a *due diligence* atua como um dos meios mais completos e minuciosos para averiguar a situação econômico-jurídica da *target*, por meio da visualização os riscos do negócio e as chances de êxito da operação³⁴.

Nesse sentido, Carolina Citolino destaca algumas das funções principais da auditoria, quais sejam: i) validar projeções financeiras; ii) avaliar os riscos a serem realizados; iii) mapear e quantificar contingências e possíveis obstáculos para o fechamento; iv) identificar eventuais obrigações a serem assumidas pelo adquirente e a sua extensão; v) fornecer subsídios para ajustar o preço de aquisição; e vi) estabelecer o limite indenizatório³⁵.

Considerando a assimetria informacional existente entre comprador e vendedor, a auditoria permite que o adquirente verifique se as impressões iniciais e projeções criadas acerca da sociedade alvo foram acertadas³⁶. Assim, em posse de mais conhecimento, o comprador

³⁰ Cf. Giacomo Grezzana: “É importante ter em mente que, no mundo real, a amplitude de uma *due diligence* sofre diversas limitações de tempo, custo, dificuldade de acesso a documentos e outras questões relacionadas à cultura empresarial. Em uma análise de custo-benefício, pode não ser viável realizar uma *due diligence* demasiado ampla, pois os custos ou tempo necessário para tanto podem superar os benefícios da sua realização. [...] A dificuldade maior residirá em definir qual a amplitude e profundidade que a *due diligence* deve ter no caso concreto para dar-se por cumprido o ônus de autoinformação do adquirente, assim como o dever de informar do alienante” GREZZANA, Giacomo. **A Cláusula de Declarações e Garantias em Alienação de Participação Societária**. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 291-293.

³¹ Apesar da possibilidade de condução da auditoria em momentos distintos da operação, tratando-se da análise da cláusula *sandbagging*, apenas a *due diligence* conduzida previamente à negociação dos contratos definitivos será analisada.

³² As expressões *singing*/assinatura e *closing*/fechamento fazem referência a estruturação contratual da operação de F&A por meio do fechamento diferido, que ocorre quando as partes precisam cumprir determinadas condições precedentes antes da transferência efetiva da sociedade alvo. Esse conceito será abordado com mais profundidade no item 2.2 deste trabalho.

³³ WALD, Arnaldo; MORAES, Luiza Rangel de; WAISBERG, Ivo. **Fusões, Incorporações e Aquisições-Aspectos Societários, Contratuais e Regulatórios**. IN: Fusão, Cisão, Incorporação e Temas Correlatos. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 54.

³⁴ BOTREL, Sérgio Mendes. **Fusões & Aquisições**. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2017, p. 246-247 e 275.

³⁵ CITOLINO, Carolina Bosso. **Indenização pelo Descumprimento da Cláusula de Declarações e Garantias no Brasil**. Monografia (Pós-graduação Lato Sensu em Direito dos Contratos – LL.M.). Insper Instituto de Ensino e Pesquisa. São Paulo, 2013, p. 41.

³⁶ Cf. Carolina Citolino: “[...] a *due diligence* é utilizada para verificar se os negócios objeto da operação são, na essência, aquilo que aparentam ser, e que o investimento é compatível com os critérios adotados pelo investidor, que tipicamente envolvem resultados históricos, potencial projetado de ganhos, margem financeira, proporção entre patrimônio líquido e preço, e tipo de negócio”. CITOLINO, *Op. cit.*, p. 41 e 58 e TONIN, Ricardo Morais.

pode negociar de forma mais justa os termos do contrato ou até mesmo desistir da compra, caso encontre alguma contingência fatal à realização da operação.

Além disso, a auditoria também pode servir como prova do conhecimento do comprador sobre os vícios existentes à época da assinatura dos contratos³⁷, o que, pensando-se no funcionamento da cláusula *sandbagging*, será de extrema relevância para avaliar a possibilidade de indenização ao comprador. Por este motivo, inclusive, é comum que o comprador se proteja durante esta etapa do negócio definindo ressalvas sobre a origem e extensão do conteúdo das informações repassadas³⁸.

Nesse sentido, é perceptível que a *due diligence* pode vir a desgastar a relação entre comprador e vendedor, porque, geralmente, o comprador irá buscar o máximo de informações sobre a *target* e, em contraposição, o vendedor tentará preservar os fatos desfavoráveis sobre a sociedade alvo, a fim de evitar o desfazimento do negócio ou redução do preço³⁹⁻⁴⁰.

Por essa razão, é comum que comprador e vendedor, para se resguardar, registrem os resultados da *due diligence* na cláusula de declarações e garantias do contrato de aquisição de ações/quotas. Justamente com o objetivo de estipular consequências contratuais para a falsidade ou omissão de algum fato ou informação relevante durante o curso da auditoria⁴¹⁻⁴².

No que diz respeito à forma de compartilhamento de informações, as partes, em regra, criam um *checklist*, compilando todos os documentos relevantes que devem ser disponibilizados ao longo do período da *due diligence*. O acesso a estes arquivos, geralmente, ocorre por meio de compartilhamento de *data room*⁴³.

Da Admissibilidade do Sandbagging no Direito Brasileiro. (Projeto de pesquisa apresentado ao Mestrado Profissional). Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas. São Paulo, 2019, p. 1.

³⁷ GREZZANA, Giacomo. **A Cláusula de Declarações e Garantias em Alienação de Participação Societária.** São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 284-285.

³⁸ CITOLINO, Carolina Bosso. **Indenização pelo Descumprimento da Cláusula de Declarações e Garantias no Brasil.** Monografia (Pós-graduação Lato Sensu em Direito dos Contratos – LL.M.). Insper Instituto de Ensino e Pesquisa. São Paulo, 2013, p. 46.

³⁹ CITOLINO, *Op. cit.*, p. 30.

⁴⁰ Assim, é evidente que a regra do *full disclosure*, por mais que desejada, não será absoluta durante as tratativas firmadas entre as partes.

⁴¹ GREZZANA, Giacomo. **A Cláusula de Declarações e Garantias em Alienação de Participação Societária.** São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 284. No mesmo sentido, Carolina Citolino: “O conteúdo desta cláusula deve refletir os resultados identificados na condução do processo de *due diligence* e deve ser compatível com as disposições que disciplinem a indenização por perdas resultantes de sua quebra”. CITOLINO, *Op. cit.*, p. 54.

⁴² Caso as partes não tenham certeza sobre a veracidade de alguma informação, poderão se proteger contra eventual violação da cláusula de declarações e garantias por meio da qualificadora “*no melhor do seu conhecimento*” ou “*tanto quanto é do seu conhecimento*”. GREZZANA, *Op. cit.*, p. 67. Por exemplo, se a vendedora não tem certeza sobre a existência de um gravame real sobre os imóveis da sociedade alvo pode prestar declaração no seguinte sentido: “tanto quanto é do conhecimento da vendedora, nenhum dos imóveis da *target* está gravado de ônus real”.

⁴³ Em regra, o *checklist* tem um formato padrão, mas é possível que este seja adaptado, conforme a atividade econômica explorada pela sociedade alvo e particularidades do negócio. BOTREL, Sérgio Mendes. **Fusões & Aquisições.** 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2017, p. 247-261.

Portanto, diante da sensibilidade da *due diligence*, a má condução deste procedimento pode gerar, como consequência, o fracasso da operação⁴⁴. Isso porque uma *due diligence* insatisfatória não irá mensurar os riscos reais da transação e muito menos se as projeções financeiras dos agentes econômicos envolvidos são factíveis. Com isso, os termos contratuais, em especial a cláusula de declarações e garantias, não serão pactuados com a devida cautela, o que poderá acarretar graves consequências jurídicas para ambas as partes.

Assim, com a finalidade de evitar estes problemas, comprador e vendedor devem agir de forma diligente e zelosa durante o período da auditoria.

2.4 Os contratos definitivos

Vencidas as etapas preliminares de negociação e a auditoria, as partes têm subsídios suficientes para a elaboração e assinatura dos contratos definitivos. Costumeiramente, a conclusão de uma operação de F&A pode se dar de forma imediata ou diferida.

O fechamento imediato da operação ocorre quando as partes pactuam o contrato de compra e venda de ações/quotas, também chamado de *share purchase agreement* - SPA, e, no mesmo dia em que este contrato é assinado, ocorre a transferência da titularidade das ações ou quotas da *target* para o comprador⁴⁵. Nesse tipo de fechamento, eventuais condições necessárias para concluir a operação foram realizadas previamente⁴⁶.

Já no fechamento diferido, existem dois momentos relevantes para o desfecho do negócio: o *signing* e o *closing*⁴⁷.

Na fase do *signing* é celebrado contrato de compra e venda de ações/quotas por meio de condição suspensiva, o que pode ser estipulado pelas partes, nos termos dos artigos 122⁴⁸ e 123⁴⁹ do Código Civil.

⁴⁴ CITOLINO, Carolina Bosso. **Indenização pelo Descumprimento da Cláusula de Declarações e Garantias no Brasil**. Monografia (Pós-graduação Lato Sensu em Direito dos Contratos – LL.M.). Insper Instituto de Ensino e Pesquisa. São Paulo, 2013, p. 44-45.

⁴⁵ BOTREL, Sérgio Mendes. **Fusões & Aquisições**. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2017, p. 298.

⁴⁶ Conforme leciona Sérgio Botrel: “Essa modalidade de fechamento costuma ser a preferida pelas companhias abertas, pois evita o inconveniente de ter que divulgar (via fato relevante) uma transação não definitiva, ou de correr o risco de não a divulgar, com o perigo de vazamento de informações”. BOTREL, *Op. cit.*, p. 298.

⁴⁷ Em tradução livre “assinatura” e “fechamento”.

⁴⁸ Art. 122. do Código Civil: São lícitas, em geral, todas as condições não contrárias à lei, à ordem pública ou aos bons costumes; entre as condições defesas se incluem as que privarem de todo efeito o negócio jurídico, ou o sujeitarem ao puro arbítrio de uma das partes.

⁴⁹ Art. 123. do Código Civil: Invalidam os negócios jurídicos que lhes são subordinados: I - as condições física ou juridicamente impossíveis, quando suspensivas; II - as condições ilícitas, ou de fazer coisa ilícita; III - as condições incompreensíveis ou contraditórias.

Nesse sentido, a conclusão do negócio e, conseqüentemente, a produção dos efeitos do contrato depende do cumprimento de uma série de condições prévias, em um certo intervalo de tempo, conforme definido no contrato. São exemplos de condições precedentes: a aprovação da operação por órgãos reguladores, a transformação do tipo societário da sociedade alvo, o encerramento de certa disputa judicial, dentre outras⁵⁰.

Assim, reitera-se que o cumprimento destas condições pelas partes, no período estabelecido, é um requisito de eficácia e não de validade do SPA. Ou seja, tratando-se de um instrumento válido, o contrato vincula o comprador e o vendedor à conclusão do objeto, sendo irreatável e irrevogável, salvo estipulação em contrário.

Já o eventual não cumprimento das condições especificadas resultará na resolução do negócio, devendo-se observar se o não implemento das condições suspensivas acordadas decorreu de dolo ou culpa de uma das partes⁵¹.

Caso as condições precedentes não tenham se concretizado sem que houvesse dolo ou culpa da contraparte, o contrato será resolvido. Identificados o dolo ou a culpa, a parte responsável pelo inadimplemento das condições estará sujeita ao pagamento de perdas e danos e cláusula penal em favor da parte prejudicada.

Outra particularidade do fechamento diferido é que a totalidade das declarações e garantias firmadas no SPA deverão permanecer, até a data do fechamento, verídicas, corretas e precisas⁵².

Com o cumprimento das condições suspensivas pelas partes na data estabelecida, é possível passar para a fase do *closing*, momento em que as partes assinarão o termo de fechamento do negócio. Este documento, basicamente, irá consignar que ambas as partes cumpriram as condições precedentes e que as declarações e garantias prestadas permanecem verdadeiras⁵³.

2.4.1 O contrato de compra e venda de ações/quotas

⁵⁰ BOTREL, Sérgio Mendes. **Fusões & Aquisições**. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2017, p. 299.

⁵¹ BOTREL, *Op. cit.*, p. 300.

⁵² BOTREL, *Op. cit.*, p. 301.

⁵³ Cf. Carolina Citolino: “Uma condição precedente padrão para o fechamento costuma ser a obrigação do vendedor de reafirmar, na data de fechamento, que todas as suas declarações são verdadeiras”. CITOLINO, Carolina Bosso. **Indenização pelo Descumprimento da Cláusula de Declarações e Garantias no Brasil**. Monografia (Pós-graduação Lato Sensu em Direito dos Contratos – LL.M.). Insper Instituto de Ensino e Pesquisa. São Paulo, 2013, 2013, p. 57.

A elaboração do SPA irá observar as necessidades de cada uma das partes, em conformidade com o negócio a ser adquirido. Contudo, podem ser destacadas algumas cláusulas “padrão” nesse tipo contratual.

Costumeiramente, essas cláusulas típicas versam sobre: i) a definição das partes; ii) a formalização das diretrizes de interpretação do contrato, também conhecidas como “definições”; iii) o preço, ajustes de preço e forma de pagamento; iv) as condições precedentes; v) a ocorrência de eventos materiais adversos, também conhecida como cláusula MAC - *material adverse change*; vi) as declarações e garantias, também conhecidas como *representations and warranties*; vii) a responsabilidade e procedimento de indenização; viii) as garantias⁵⁴; ix) a não concorrência; x) a resolução do contrato e penalidades contratuais; xi) a comunicação entre as partes; xii) a legislação aplicável; e, por fim, xiii) a resolução de conflitos⁵⁵.

Cada uma destas cláusulas acima mencionadas detém elevado grau de complexidade e são alvo de relevantes debates acadêmicos. Contudo, levando-se em consideração o objeto deste estudo, qual seja, a cláusula *sandbagging*, serão analisadas com maior profundidade duas cláusulas específicas do *share purchase agreement*: i) a cláusula de declarações e garantias e ii) a cláusula de indenização.

2.4.1.1 A cláusula de declarações e garantias

⁵⁴ Não se deve confundir as garantias mencionadas no item viii do texto com as “garantias” da cláusula de declarações e garantias. As garantias do contrato estão relacionadas a mecanismos de retenção que podem ser utilizados pelo comprador para exigir o pagamento do vendedor, por meio de, por exemplo, da estipulação de conta de depósito, fiança e seguro de crédito, garantias fiduciárias, etc. Já a expressão “garantia” da cláusula de declarações e garantias, conforme a lição dos Professores Mariana Pargendler e Carlos Gouvêa, pode ser definida da seguinte forma: “Uma garantia é uma afirmação por uma parte em um contrato sobre a existência de um fato, sobre o qual a outra parte possa confiar. Destina-se precisamente a retirar da parte destinatária o ônus de determinar o fato por si própria; isso equivale a uma promessa de indenizá-la por qualquer perda caso o fato garantido se prove falso, pois, por óbvio, aquele que fez a promessa não pode mais controlar o que já está no passado”. PARGENDLER, Mariana; PORTUGAL GOUVÊA, Carlos. **As Diferenças entre Declarações e Garantias e os Efeitos do Conhecimento do Adquirente (Sandbagging)**. IN: Direito Societário, Mercado de Capitais, Arbitragens e outros temas: Homenagem a Nelson Eizirik, v. 3. São Paulo: Quartier Latin, 2020, p. 157, apud. Juiz Learned Hand em *Metropolitan Coal Co. v. Howard*, 1946).

⁵⁵ LOBO, Otto Eduardo da Fonseca. **Fusões e Aquisições**. Escola de Direito do Rio de Janeiro da Fundação Getúlio Vargas. Rio de Janeiro, 2011, p. 166-188.

A cláusula de declarações e garantias⁵⁶, muito utilizada em contratos oriundos da *common law*⁵⁷, se configura como uma técnica contratual em que as partes fazem afirmações sobre as características do bem objeto do negócio, cuja veracidade e precisão são garantidas pela parte que prestou estas declarações⁵⁸.

A compreensão da cláusula *sandbagging* perpassa pelo estudo das declarações e garantias, tendo em vista que a referida cláusula atua justamente sobre os efeitos do conhecimento do comprador sobre a falsidade de uma das representações feitas pelo vendedor, antes do *closing* da operação.

Nesse sentido, para que seja possível entender o funcionamento e as problemáticas relacionadas ao uso do *sandbagging*, é necessária a análise mais ampla e aprofundada da natureza jurídica da cláusula de declarações e garantias.

Conforme leciona Judith Martins-Costa, ainda que sutil a diferença, para a melhor compreensão da cláusula de declarações e garantias, deve-se distinguir as *declarações* e as *garantias*⁵⁹.

As declarações se referem aos fatos, pretéritos ou presentes⁶⁰, relativos às partes ou à *target*. Tendo em vista que as declarações apenas atestam certos fatos ou atributos da sociedade alvo, estas meras representações não criam prestações de dar ou fazer⁶¹. Ou seja, a mera afirmação feita pelas partes sobre o estado de fato do objeto não faz surgir uma obrigação contratual.

⁵⁶ A cláusula de declarações e garantias é um mecanismo contratual que não se limita apenas aos contratos de aquisição de participação societária. Contudo, no presente estudo, as declarações e garantias serão analisadas no âmbito dos contratos de aquisição de participação societária. Além disso, este trabalho tem enfoque principal nas declarações e garantias prestadas pelo alienante da participação societária. Ou seja, apesar de também serem utilizadas em contratos desta natureza, declarações e garantias da adquirente e da sociedade alvo, estas duas últimas hipóteses de declarações não serão examinadas nesta monografia.

⁵⁷ PARGENDLER, Mariana; PORTUGAL GOUVÊA, Carlos. **As Diferenças entre Declarações e Garantias e os Efeitos do Conhecimento do Adquirente (Sandbagging)**. IN: Direito Societário, Mercado de Capitais, Arbitragens e outros temas: Homenagem a Nelson Eizirik, v. 3. São Paulo: Quartier Latin, 2020, p. 151 e WALD, Arnoldo. **Dolo Acidental do Vendedor e Violação das Garantias Prestadas**. Revista dos Tribunais, v. 103, n. 949, p. 95-104, 2014, p. 96.

⁵⁸ GREZZANA, Giacomo. **A Cláusula de Declarações e Garantias em Alienação de Participação Societária**. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 19.

⁵⁹ MARTINS-COSTA, Judith. **Contrato de Compra e Venda de Ações. Declarações e Garantias. Responsabilidade por Fato de Terceiro. Inadimplemento, Pretensão, Exigibilidade, Obrigação. Práticas do Setor e Usos do Tráfego Jurídico. Parecer**. IN: Direito Societário, Mercado de Capitais, Arbitragens e outros temas: Homenagem a Nelson Eizirik, v. 3. São Paulo: Quartier Latin, 2020, p. 75.

⁶⁰ Evidenciada a relevância do aspecto temporal para a diferenciação das declarações e garantias, os Professores Mariana Pargendler e Carlos Portugal Gouvêa ainda destacam como relevantes elementos de distinção o fato das declarações influenciarem diretamente na formação do contrato e terem eficácia extracontratual. PARGENDLER, Mariana; PORTUGAL GOUVÊA, Carlos. **As Diferenças entre Declarações e Garantias e os Efeitos do Conhecimento do Adquirente (Sandbagging)**. IN: Direito Societário, Mercado de Capitais, Arbitragens e outros temas: Homenagem a Nelson Eizirik, v. 3. São Paulo: Quartier Latin, 2020, p. 153).

⁶¹ MARTINS-COSTA, Judith. *Op. cit.*, p. 75.

Já as garantias se referem a fatos futuros ou presentes e atuam como cláusulas que efetivamente expressam uma obrigação de dar ou de garantia, constituindo-se como a promessa sobre a veracidade das afirmações prestadas ou como a obrigação de entregar a participação societária com determinadas qualidades⁶²⁻⁶³.

Em relação às funções das declarações e garantias, estas podem variar de acordo com a intenção que as partes têm ao alocar este dispositivo no contrato. Contudo, a doutrina brasileira tem sistematizado algumas de suas funções predominantes, conforme os usos correntes desta cláusula pelos agentes econômicos envolvidos nas operações de F&A.

Giacomo Grezzana, em dissertação dedicada ao tema, aponta quatro funções das declarações e garantias, quais sejam: i) a função assecuratória; ii) a função conformativa; iii) a função informativa; e iv) função probatória⁶⁴⁻⁶⁵.

Na função assecuratória, as declarações e garantias têm natureza jurídica de obrigação de garantia, que é assumida pelo declarante. Essa obrigação de garantia, no entanto, não se confunde com a obrigação principal de entregar a participação societária a ser alienada, tendo com esta apenas uma relação de acessoriedade. Na função assecuratória, o declarante garante um determinado estado de coisas do negócio objeto do contrato e assume o risco caso este não seja verdadeiro⁶⁶.

⁶² PARGENDLER, Mariana; PORTUGAL GOUVÊA, Carlos. **As Diferenças entre Declarações e Garantias e os Efeitos do Conhecimento do Adquirente (Sandbagging)**. IN: Direito Societário, Mercado de Capitais, Arbitragens e outros temas: Homenagem a Nelson Eizirik, v. 3. São Paulo: Quartier Latin, 2020, p. 157 e WALD, Arnoldo. **Dolo Acidental do Vendedor e Violação das Garantias Prestadas**. Revista dos Tribunais, v. 103, n. 949, p. 95-104, 2014, p. 97.

⁶³ Por fim, destaca-se, ainda, os diferentes interesses protegidos pelas declarações e garantias. Isso porque as declarações tutelam o interesse negativo, de modo que a eventual indenização decorrente da falsidade de uma representação será quantificada para restituir a parte prejudicada para a posição que ocuparia caso a declaração falsa não tivesse existido. Já as garantias atuam na tutela do interesse positivo, uma vez que, ocorrendo a violação, a parte lesada será indenizada de modo a retornar para o estado que deveria se encontrar, caso o fato garantido fosse verdadeiro. PARGENDLER, Mariana; PORTUGAL GOUVÊA, Carlos. **As Diferenças entre Declarações e Garantias e os Efeitos do Conhecimento do Adquirente (Sandbagging)**. IN: Direito Societário, Mercado de Capitais, Arbitragens e outros temas: Homenagem a Nelson Eizirik, v. 3. São Paulo: Quartier Latin, 2020, p. 151, p. 153-157).

⁶⁴ GREZZANA, Giacomo. **A Cláusula de Declarações e Garantias em Alienação de Participação Societária**. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 71.

⁶⁵ Já Arnoldo Wald aponta uma função tríplice das declarações e garantias, quais sejam: i) a função informativa, que informa às características da sociedade alienada; ii) a função protetora, que se relaciona às informações descritas e contingências no negócio que já existem, mas apenas foram descobertas após o fechamento; e, por fim, iii) a função responsabilizadora, que traça o escopo da responsabilidade das partes uma para com a outra. WALD, *Op. cit.*, p. 97.

⁶⁶ Nesse tipo de obrigação, o garante não se responsabiliza por evitar que o evento garantido se realize, mas tão somente se obriga a indenizar o beneficiário da garantia caso este fato aconteça. Assim, verifica-se que o surgimento da obrigação de garantia ocorre após a concretização do fato garantido. Além disso, o garantidor assume as consequências do acontecimento de certos eventos em sua integralidade. Dessa forma, ainda que o evento garantido decorra de culpa, de caso fortuito ou força maior, o garantidor não se eximirá de sua responsabilidade. Nesse sentido, pensando-se nos contratos de compra e venda de participação societária, por meio das declarações e garantias prestadas pelo alienante sobre o patrimônio e situação econômica da sociedade alvo, ocorre a transferência de um risco que deixa de compor a esfera jurídica do comprador e passa a englobar a esfera

Na função conformativa, as declarações e garantias conformam a obrigação do declarante, indicando as qualidades da participação societária que se comprometeu a entregar. Nesta função, as representações adquirem caráter de obrigação de dar, de modo que a eventual falsidade das afirmações prestadas terá, por consequência, a aplicação do regime de responsabilidade contratual por inadimplemento⁶⁷⁻⁶⁸.

Já as funções informativa e probatória, diferentemente das duas primeiras funções apresentadas, não detém caráter volitivo, tendo em vista que as partes não desejam constituir, modificar ou extinguir direitos, mas apenas trocar e documentar as informações recebidas. Dessa forma, por se tratarem de mero enunciado de fato, a eventual falsidade das declarações e garantias, nestas hipóteses, se relaciona com os regimes da responsabilidade pré-contratual e dos vícios de consentimento por erro ou dolo⁶⁹⁻⁷⁰.

Em relação ao conteúdo das declarações e garantias, esta cláusula remete às qualidades da sociedade a ser adquirida, como por exemplo, a saúde financeira, bens, dívidas, gastos operacionais, patrimônio líquido, dentre outras características relevantes para definir o preço a ser pago por esta participação societária⁷¹.

Por se tratar de uma ferramenta de alocação de riscos contratuais, a cláusula de declarações e garantias, em regra, é atrelada a uma cláusula indenizatória, que tem por

jurídica do vendedor. GREZZANA, Giacomo. **A Cláusula de Declarações e Garantias em Alienação de Participação Societária**. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 176-178 e 188.

⁶⁷ Nessa hipótese, como o declarante se comprometeu a entregar a participação societária com as qualidades prometidas nas declarações e garantias, o descumprimento da cláusula terá como consequência o inadimplemento contratual. Nesse sentido, a reparação deste prejuízo deve identificar em qual proporção houve o adimplemento satisfatório da prestação devida. GREZZANA, *Op. cit.*, p. 216-226.

⁶⁸ Ainda nesse sentido, lecionam Deborah dos Santos e Marília Lopes: “Caso haja o descumprimento da prestação pactuada, tal como qualificada pelas informações trazidas nas declarações e garantias, o comprador terá o seguinte caminho a seguir: (i) caso ainda seja possível e útil o cumprimento específico da prestação, caberá ao alienante atender especificamente à prestação com as suas qualidades prometidas, somada às perdas e aos danos consequentes da mora ou à cláusula penal moratória; (ii) contudo, caso não seja mais possível ou útil a purgação da mora, e estando excluídos demais remédios do contrato (i.e., o direito à resolução), incumbe-lhe o pagamento de indenização substitutiva da prestação principal, sendo tal indenização predefinida no contrato, ou, ao menos, com a fixação de critérios para a sua quantificação”. SANTOS, Deborah Pereira Pinto dos; LOPES, Marília. **Notas sobre a Responsabilidade Contratual do Alienante pela Violação das Cláusulas de Declarações e Garantias nos Contratos de Alienação de Participação Societária Representativa de Controle**. IN: Revista Brasileira de Direito Civil, v. 24, n. 2, 2020, p. 255.

⁶⁹ GREZZANA, Giacomo. *Op. cit.*, p. 74.

⁷⁰ As funções informativa e probatória se diferenciam, na medida em que a função informativa das declarações e garantias funciona como um meio de transmitir informações fundamentais sobre a *target*, reduzindo a assimetria informacional existente entre comprador e vendedor. Enquanto isso, a função probatória consigna, nas declarações e garantias, os enunciados de fato repassados pelo declarante, o que facilita a prova de que estas informações foram transmitidas ao adquirente da sociedade alvo e o exame da veracidade das afirmações feitas. GREZZANA, *Op. cit.*, p. 73-79).

⁷¹ WALD, Arnoldo. **Dolo Acidental do Vendedor e Violação das Garantias Prestadas**. Revista dos Tribunais, v. 103, n. 949, p. 95-104, 2014, p. 97.

finalidade regular as consequências jurídicas decorrentes da falsidade de uma das representações feitas.

2.4.1.2 A cláusula de indenização

A cláusula de indenização, nos contratos de compra e venda de participação societária, tem a relevante função de alocar a responsabilidade das partes, considerando-se o risco da materialização de certas contingências ou fatos, anteriormente negociados pelo adquirente e alienante⁷².

Por meio da estipulação de cláusula indenizatória, as partes, em consonância com a autonomia privada, determinam os limites de indenização, os danos que devem ser ressarcidos e o meio que estes prejuízos devem ser reparados, em caso de violação dos demais dispositivos do contrato⁷³. Este tipo de cláusula, portanto, deve ser considerada como uma exceção à regra da reparação integral, estabelecida pelo artigo 944 do Código Civil⁷⁴.

Por se tratar de hipótese de responsabilidade contratual, a utilização da cláusula de indenização não contraria os outros mecanismos indenizatórios previstos na legislação civil, mas apenas regula os direitos e obrigações de cada um dos contratantes, em hipótese de descumprimento dos termos do contrato.

Por se tratar de uma cláusula de alocação de riscos, é comum que, nos contratos de compra e venda de participação societária, a cláusula de indenização esteja diretamente relacionada à cláusula de declarações e garantias.

Inclusive, Carla Gorescu pontua que a cláusula de indenização, nas fusões e aquisições, deve ser negociada e interpretada conjuntamente com a cláusula de declarações e garantias. Isso porque, estas duas cláusulas são fundamentais para definir os limites da responsabilidade do alienante por fatos ocorridos anteriormente ao fechamento da operação⁷⁵.

Nesse sentido, conforme visto no tópico anterior, por meio das declarações e garantias, o vendedor faz representações específicas sobre as qualidades da *target*, que se mostram essenciais para a precificação e distribuição de riscos da operação, e garante a veracidade destas afirmações.

⁷² GORESCU, Carla Pavesi. **Delimitação da Indenização em Operações de Fusões e Aquisições no Brasil**. Dissertação de Mestrado (Mestrado em Direito). Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas. São Paulo, 2019, p. 23-24.

⁷³ GORESCU, Carla Pavesi. *Op. cit.*, p. 20-21.

⁷⁴ Art. 944. do Código Civil: A indenização mede-se pela extensão do dano.

⁷⁵ GORESCU, Carla Pavesi. *Op. cit.*, p. 12.

Dessa forma, considerando a função conformativa das declarações e garantias, o descumprimento da obrigação de entregar a participação societária com as características declaradas, torna o vendedor responsável por reparar o comprador pelos danos sofridos em decorrência do inadimplemento contratual, nos termos dos artigos 389⁷⁶ e 402⁷⁷ do Código Civil⁷⁸.

Já na função assecuratória, a violação da obrigação de garantia assumida pelo vendedor, por meio da materialização da falsidade de uma das representações, fará com que surja o dever de indenizar o comprador⁷⁹.

Assim, por meio da inserção da cláusula de indenização no contrato de compra e venda de ações/quotas, as partes podem estabelecer consequências específicas no caso de falsidade das declarações e garantias, em vez de utilizarem o regramento genérico de responsabilidade previsto no Código Civil. O que, considerando a racionalidade econômica deste tipo de negócio, é bastante recomendável⁸⁰.

2.4.2 O dever de informar e as declarações e garantias nas operações de F&A

Analisado o funcionamento da cláusula de declarações e garantias e sua relação com os mecanismos indenizatórios contratuais, passa-se para uma breve análise da relação existente entre as declarações e garantias e o dever de informar.

Inicialmente, é importante destacar que o dever de informar nas operações de F&A não se limita à fase da auditoria e às declarações e garantias. Ou seja, o dever que as partes têm de comunicar entre si certas informações relevantes para o melhor desenlace do negócio se mantém ao longo de toda a relação por elas firmada.

⁷⁶ Art. 389. do Código Civil: Não cumprida a obrigação, responde o devedor por perdas e danos, mais juros e atualização monetária segundo índices oficiais regularmente estabelecidos, e honorários de advogado.

⁷⁷ Art. 402. do Código Civil: Salvo as exceções expressamente previstas em lei, as perdas e danos devidas ao credor abrangem, além do que ele efetivamente perdeu, o que razoavelmente deixou de lucrar.

⁷⁸ Cf. Carla Gorescu: “Interpretando-se de forma conjunta os artigos 389 e 402 do Código Civil, é possível extrair que, no caso de inadimplemento (em sentido amplo), o devedor deve pagar perdas e danos, que compreendem danos emergentes (o que ele efetivamente perdeu) e lucros cessantes (o que razoavelmente deixou de lucrar), além de juros, atualização monetária e honorários de advogado”. GORESCU, Carla Pavesi. **Delimitação da Indenização em Operações de Fusões e Aquisições no Brasil**. Dissertação de Mestrado (Mestrado em Direito). Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas. São Paulo, 2019, 2019, p. 17.

⁷⁹ Cf. Carla Gorescu: “A indenização, em seu sentido amplo, compreende não apenas a indenização pelo equivalente pecuniário (sentido estrito), como também a reposição natural (ou reposição in natura ou específica). Em uma operação de fusão e aquisição, apesar de o mais comum ser a indenização em sentido estrito, isto é, pela reposição do equivalente pecuniário, a reposição natural também pode ocorrer”. GORESCU, *Op. cit.*, p. 17.

⁸⁰ GORESCU, Carla Pavesi. *Op. cit.*, p. 28-36.

Diante das especificidades da troca de informações na auditoria e por meio da cláusula de declarações e garantias, torna-se necessária a distinção do dever de informar na fase contratual e na fase pré-contratual das negociações.

Na fase contratual, o dever de informar pode ser considerado como a própria obrigação principal do contrato, quando o objeto deste instrumento é o repasse de certas informações, ou como um dever anexo, quando a transferência de determinada informação é essencial para que a prestação principal do contrato seja satisfeita da melhor forma possível. Já na fase pré-contratual, os deveres informativos são fundamentais para a formação do consentimento informado das partes aos termos do contrato⁸¹.

Transferindo tal lógica para os contratos de compra e venda de participação societária, as informações transmitidas pelo vendedor e comprador durante a auditoria se identificam com os deveres informativos da fase pré-contratual. Isso porque, por meio desta troca de dados, há o interesse de possibilitar a formação do consentimento informado das partes.

Já os fatos repassados por meio da cláusula de declarações e garantias se identificam com os deveres informativos anexos, pois neste caso as informações transferidas se referem às qualidades da *target* e tem por objetivo possibilitar o adimplemento satisfatório da obrigação principal do contrato.

Nesse sentido, leciona Giacomo Grezzana que cláusula de declarações e garantias, por se tratar de disposição contratual, não pode se submeter ao regime da responsabilidade pré-contratual, devendo seguir o regramento de responsabilidade que é próprio dos contratos. No entanto, tendo em vista as funções informativa e probatória desta cláusula, é possível que as declarações e garantias auxiliem na identificação de informações errôneas que tenham sido repassadas na fase pré-contratual⁸².

Conforme pontuado anteriormente, nas fusões e aquisições existe uma aparente assimetria informacional entre vendedor e comprador, uma vez que o comprador não integra o dia-a-dia operacional da *target* e muito menos tem informações precisas sobre a rentabilidade desta sociedade.

Nesse contexto, a assimetria informacional entre as partes surge como fundamento material para do dever de informar e, em paralelo, o princípio da boa-fé objetiva surge como fundamento jurídico para a existência deste dever⁸³.

⁸¹ MARTINS-COSTA, Judith. **A Boa-fé no Direito Privado: Critérios Para a sua Aplicação**. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2018, p. 580.

⁸² GREZZANA, Giacomo. **A Cláusula de Declarações e Garantias em Alienação de Participação Societária**. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 245.

⁸³ *Ibid.*, p. 245.

Partindo desses pressupostos, cabe ao vendedor repassar os fatos necessários para reduzir a assimetria informacional que existe entre as partes na operação de F&A.

No entanto, o dever de informar não deve ser interpretado como um cheque em branco, no qual o comprador pode exigir toda e qualquer informação que entende essencial para a conclusão do negócio.

Pelo contrário, o dever de informar do vendedor surge na medida em que se esgota o dever de autoinformação do comprador⁸⁴. Ou seja, as informações que já são conhecidas ou que facilmente podem ser obtidas pelo adquirente por meio do exercício de diligência ordinária não são exigíveis do vendedor.

Da mesma forma, não tem o vendedor a obrigação de informar fato que não conhece, ou que não tem certeza sobre, o que não o exime, no entanto, de fazer esta ressalva durante a negociação do contrato (no caso das declarações e garantias, por meio de qualificadoras de conhecimento)⁸⁵.

Por fim, outro ponto que deve ser levado em consideração é o meio pelo qual as partes distribuíram o risco informacional. Por óbvio, a distribuição dos riscos informativos não pode contrariar normas cogentes, como aquelas relacionadas à anulação por dolo ou erro. Contudo, podem as partes, por meio de sua autonomia privada, estabelecer quais informações devem ser obtidas pelo comprador e quais informações devem ser adquiridas pelo vendedor⁸⁶.

Uma vez que as partes podem delimitar contratualmente o ônus contratual suportado por cada uma, surge uma nova problemática a ser analisada, levando-se em consideração a cláusula *sandbagging*.

Isso porque, conforme abordado anteriormente, por meio das declarações e garantias, o vendedor faz afirmações sobre determinadas qualidades da sociedade alvo e se obriga a arcar com prejuízos decorrentes da falsidade dessas representações. Esse cenário pressupõe que há uma assimetria informacional entre as partes que será minimizada por meio do repasse de determinadas informações para o comprador.

Mas o que acontece se o comprador, antes do *closing* do negócio, nota que uma das representações feitas pelo vendedor é falsa? O comprador deve informar este fato para o vendedor e assim renegociar os termos do contrato ou resolver a operação? Até que ponto o comprador pode considerar que o vendedor desconhecia a falsidade da declaração ou que ele

⁸⁴ GREZZANA, *Op. cit.*, p. 251 e 255-261.

⁸⁵ GREZZANA, Giacomo. **A Cláusula de Declarações e Garantias em Alienação de Participação Societária**. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 253-255.

⁸⁶ GREZZANA, *Op. cit.*, p. 266.

concordará em renegociar os termos do contrato de compra e venda de ações/quotas? Pode-se dizer que ainda existe uma assimetria informacional entre as partes?

Diante destes problemas, a inclusão de cláusula *sandbagging* no contrato funcionaria como um *plus* na distribuição dos riscos informativos entre comprador e vendedor. Uma vez que, para além dos dados que devem ser transmitidos e sobre quem recai o ônus de informar determinado fato, as partes também estabelecem quais os efeitos do conhecimento do comprador sobre a falsidade de uma das afirmações feitas pelo vendedor sobre a participação societária negociada, antes do fechamento da operação.

2.5 A cláusula *sandbagging*: função e problemáticas relacionadas

A expressão “*sandbag*” surgiu no Século XIX, nos Estados Unidos, e decorre do uso de sacos de areia como armas por membros de gangues. Esta prática ficou reconhecida, tendo em vista que, em um primeiro momento, os sacos de areia utilizados pelos integrantes das gangues pareciam inofensivos, o que acabava enganando pessoas despercebidas. No golf, a expressão “*sandbagger*” é utilizada quando um jogador finge ser pior do que realmente é, com o objetivo de obter vantagens sobre seus adversários⁸⁷.

Assim, é evidente que a morfologia da palavra *sandbagging* está diretamente relacionada a ardis ou formas de enganar um terceiro desavisado.

Apesar de não se saber com precisão como esta prática passou a ser adotada nos contratos de aquisição de participação societária, no contexto das fusões e aquisições, o instituto “*sandbagging*” é reconhecido como um mecanismo que torna o eventual conhecimento do comprador sobre a falsidade das declarações e garantias prestadas pelo vendedor, no momento anterior ao fechamento do contrato, irrelevante para o recebimento de indenização⁸⁸.

Quando uma cláusula neste sentido é inserida no contrato de compra e venda de ações/quotas, verifica-se uma previsão *pro-sandbagging*⁸⁹. Nesse sentido, Daniel Kalansky e

⁸⁷ WEST, Glenn D.; SHAH, Kim M. **Debunking the Myth of the Sandbagging Buyer: When Sellers Ask Buyers to Agree to Anti-Sandbagging Clauses, Who Is Sandbagging Whom**. IN: M&A Law, v. 11, n. 1. Nova Iorque: Thompson/West, 2007, p. 3.

⁸⁸ TONIN, Ricardo Morais. **Da Admissibilidade do Sandbagging no Direito Brasileiro**. (Projeto de pesquisa apresentado ao Mestrado Profissional). Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas. São Paulo, 2019, p. 3.

⁸⁹ LINARES DURÁN, Alfonso et al. **La Validez de la Cláusula " Pro-Sandbagging" Pactada en los Contratos de Compraventa de Acciones y de Activos en el Sistema Jurídico Colombiano-Análisis del Trasplante de La Cláusula Contractual Denominada " Pro-Sandbagging", Tradicional En El Sistema de Derecho De Los Estados Unidos, Al Sistema Jurídico Colombiano en La Actualidad**. Monografía (Bacharelado em Direito). Faculdade de Direito, Universidade dos Andes. Bogotá, 2014, p. 4 e TRINDADE, Marcelo. **Sandbagging e as**

Rafael Sanchez listam alguns dos principais motivos que o comprador pode argumentar para incluir cláusula *pro-sandbagging* no contrato, quais sejam: i) esta cláusula encoraja que o alienante realize declarações completas e precisas sobre a sociedade alvo; ii) são eliminadas disputas pós-*closing* com base em qual seria o conhecimento das partes sobre certos fatos ou circunstâncias; iii) desencoraja o vendedor a sobrecarregar o comprador com um número exacerbado de documentos na *due diligence* e, posteriormente, afirmar que o adquirente sabia da quebra de uma das declarações e garantias, diante do grande número de informações entregue; e, por fim iv) protege o comprador de questões inesperadas que possam ocorrer entre a assinatura e *closing*⁹⁰.

Em contraposição, uma previsão *anti-sandbagging* determina que o comprador não será indenizado caso saiba da falsidade de uma das declarações e garantias antes do fechamento da operação. Visando a inserção de cláusula neste sentido no contrato, o vendedor pode argumentar uma previsão *anti-sandbagging* encoraja o comprador a levantar problemas durante a auditoria, para que o vendedor tenha a oportunidade de corrigir eventuais irregularidades. Além disso, o vendedor também pode argumentar que é injusto que o vendedor seja submetido a um processo de auditoria, para que, posteriormente, o comprador, em posse do conhecimento da quebra de uma das declarações e garantias, requeira indenização sobre circunstância ou fato que poderiam ter sido renegociados pelas partes⁹¹.

Por se tratar de uma disposição contratual com origem no sistema da *common law*, questiona-se a possibilidade de as partes estipularem cláusulas *pro* ou *anti-sandbagging* nos contratos de compra e venda de participação societária.

Nesse sentido, para a utilização deste instituto, é necessário compatibilizar a cláusula *sandbagging* e o regramento nacional, especialmente, quando considerados os princípios da autonomia privada das partes e o princípio da boa-fé objetiva, nos termos dos artigos 421 e 422 do Código Civil.

Assim, para melhor elucidação deste ponto, o próximo capítulo examinará o caso *CBS v. Ziff-Davis Publ. Co.* julgado pela *Court of Appeals of New York*, justamente com o objetivo de traçar premissas fáticas que sirvam de parâmetro para a análise da cláusula *sandbagging* e,

Falsas Declarações em Alienações Empresariais. IN: Direito Societário, Mercado de Capitais, Arbitragens e outros temas: Homenagem a Nelson Eizirik, v. 3. São Paulo: Quartier Latin, 2020, p. 96.

⁹⁰ KALANSKY, Daniel; SANCHEZ, Rafael Biondi. **Sandbagging Clauses nas Operações de Fusões e Aquisições (M&A).** IN: Novos Temas de Direito e Corporate Finance, 1. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 147.

⁹¹ KALANSKY; SANCHEZ, *Op. cit.*, p. 148.

consequente, os demais institutos jurídicos brasileiros que, neste caso, devem ser considerados como balizas na aplicação desta cláusula.

Dessa forma, eventuais dúvidas relacionadas à necessidade do *disclosure* do vendedor sobre a descoberta da falsidade das representações feitas pelo vendedor, sobre a relevância do momento em que é inserida cláusulas *sandbagging* no contrato, dentre outras, serão respondidas a partir do precedente *CBS v. Ziff-Davis Publ. Co.* julgado pela *Court of Appeals of New York*.

3 O CASO *CBS V. ZIFF-DAVIS PUBL. CO.*: ANÁLISE À LUZ DA *COMMON LAW*

Compreendidos alguns conceitos relevantes sobre as fusões e aquisições, bem como os principais contratos e cláusulas pactuadas pelos agentes econômicos envolvidos nesse tipo de negócio, passa-se para análise da cláusula *sandbagging* na *common law*.

A utilização da cláusula *sandbagging*, assim como qualquer outro dispositivo contratual, perpassa pela lógica econômica empregada pelas partes para alocar riscos e distribuir obrigações e direitos entre si.

Por essa razão, uma análise abstrata do funcionamento desta cláusula pode partir de premissas intangíveis, o que, por consequência, pode limitar a compreensão deste instituto.

Assim, com o objetivo de examinar não apenas o *sandbagging*, mas o contexto negocial e racionalidade utilizada pelas partes ao incluírem esta disposição no contrato, a análise da cláusula *sandbagging* terá como ponto de partida o precedente norte-americano *CBS v. Ziff-Davis Publ. Co.*, tendo em vista as relevantes discussões teóricas que este caso traz sobre o tema.

3.1 Descrição do Caso

O caso *CBS v. Ziff-Davis Publ. Co.* é considerado o *leading case* sobre *sandbagging* da Corte de Apelações de Nova Iorque, tendo sido julgado em 1990.

A disputa analisada por esta Corte surgiu a partir de um *share purchase agreement* firmado entre a CBS Inc. (“CBS” ou “Compradora”) e a editora Ziff-Davis Publishing Co.

(“Ziff-Davis” ou “Vendedora”), no qual a CBS desejava adquirir doze revistas de consumo que haviam sido ofertadas⁹² no mercado pela Ziff-Davis⁹³.

O SPA foi firmado em 1984, tendo a CBS concordado em pagar um montante de \$362.500.000,00 (trezentos e sessenta e dois milhões e quinhentos mil dólares), pelas revistas em questão. As partes também concordaram que a operação seria concluída por meio do fechamento diferido⁹⁴.

Além disso, no *share purchase agreement* firmado entre as partes, havia uma representação da Vendedora que declarou e garantiu⁹⁵ que as demonstrações contábeis auditadas na oferta inicial foram preparadas em conformidade com os “*generally accepted accounting principles - GAAP*”⁹⁶ e que estas demonstrações representavam de forma justa as revistas objeto do negócio⁹⁷. Como as demonstrações contábeis apresentadas só contemplavam o período anterior a 31 de julho de 1984, a Ziff-Davis concordou em fornecer demonstrações contábeis complementares, que cobririam o período restante do ano de 1984⁹⁸.

Também foi estipulado no contrato que a CBS poderia conduzir auditoria das revistas objeto do negócio e que os contabilistas da CBS teriam acesso satisfatório aos livros e registros pertinentes da Ziff-Davis. Além disso, a Ziff-Davis concordou em fornecer os documentos e informações que pudessem ser razoavelmente solicitados⁹⁹.

⁹² Goldman Sachs & Co., atuando como agente de investimento da Ziff-Davis, solicitou propostas para a venda de bens e negócios de doze revistas de consumo e doze publicações comerciais. A oferta circular, preparada pela Goldman Sachs e Ziff-Davis, descrevia a situação financeira de Ziff-Davis e incluía declarações de rendimentos operacionais do ano fiscal encerrado em 1984 (31/07/1984), preparadas pelo escritório de contabilidade Touche Ross & Co. CBS Inc v. Ziff-Davis Publishing Co. Court of appeals of New York, 1990. Disponível [Online] em: <https://law.justia.com/cases/federal/appellate-courts/F2/155/780/1563511/>.

⁹³ CBS Inc v. Ziff-Davis Publishing Co. Court of appeals of New York, 1990. Disponível [Online] em: <https://law.justia.com/cases/federal/appellate-courts/F2/155/780/1563511/>.

⁹⁴ FUCCI, Frederick R. **Arbitration in M&A Transactions: Laws of New York and Delaware: Part II**. IN: Dispute Resolution Journal, v. 71, n. 3, 2016, p. 5.

⁹⁵ Ziff-Davis warranted that the audited income and expense report of the businesses for the 1984 fiscal year, which had been previously provided to CBS in the offering circular, had “been prepared in accordance with generally accepted accounting principles (GAAP) and that the report present[ed] fairly the items set forth. Em tradução livre: a Ziff-Davis garantiu que as demonstrações financeiras das *target* auditadas no ano fiscal de 1984, que haviam sido previamente entregues à CBS na oferta inicial, tinham sido “preparadas de acordo com os princípios contábeis geralmente aceitos” (GAAP) e que o relatório apresentava de forma justa a realidade contábil das revistas objeto do negócio. CBS Inc v. Ziff-Davis Publishing Co. Court of appeals of New York, 1990. Disponível [Online] em: <https://law.justia.com/cases/federal/appellate-courts/F2/155/780/1563511/>.

⁹⁶ Em tradução livre: “princípios contábeis geralmente aceitos”.

⁹⁷ FUCCI, *Op. cit.*, p. 5.

⁹⁸ CBS Inc v. Ziff-Davis Publishing Co. Court of appeals of New York, 1990. Disponível [Online] em: <https://law.justia.com/cases/federal/appellate-courts/F2/155/780/1563511/>.

⁹⁹ CBS Inc v. Ziff-Davis Publishing Co. Court of appeals of New York, 1990. Disponível [Online] em: <https://law.justia.com/cases/federal/appellate-courts/F2/155/780/1563511/>.

A Ziff-Davis também garantiu que as declarações e garantias por ela prestadas permaneceriam verdadeiras até o *closing* da operação, independentemente de qualquer investigação conduzida por ou feita em nome da CBS.

No começo de 1985, a Ziff-Davis entregou as demonstrações complementares. Contudo, neste mesmo ano, após a conclusão de *due diligence*, que foi coordenada pela própria CBS, a Compradora informou à Vendedora que a realidade financeira das revistas não corresponderia com condição econômica garantida¹⁰⁰. Conseqüentemente, as declarações e garantias prestadas pela Ziff-Davis seriam falsas.

A Vendedora não concordou com as alegações da Compradora e afirmou que todas as condições precedentes necessárias para o *closing* foram satisfeitas e que as demonstrações contábeis foram devidamente preparadas e representavam, de forma justa, o status financeiro das *targets*. Além disso, a Ziff-Davis advertiu que, se a CBS não prosseguisse com o fechamento, executaria todos os remédios legais cabíveis diante do inadimplemento¹⁰¹.

Nesse contexto, a CBS propôs que as partes firmassem contrato complementar, no qual seria consignada a existência de uma disputa entre as partes acerca da exatidão das demonstrações financeiras¹⁰². As partes também concordaram que o fechamento da operação não consistiria em renúncia a nenhum dos direitos que a Compradora teria caso os documentos contábeis se mostrassem equivocados e as declarações e garantias fossem violadas (*sandbagging*)¹⁰³.

O *closing* da operação ocorreu naquele mesmo ano e, logo em seguida, a CBS ajuizou ação¹⁰⁴ contra a Ziff-Davis, sob o argumento de que as declarações e garantias teriam sido quebradas e que as revistas adquiridas não teriam a lucratividade garantida pela Vendedora¹⁰⁵.

A Ziff-Davis contestou as matérias arguidas pela CBS. Em sua defesa, a Vendedora argumentou que, durante as negociações, a Compradora não havia acreditado que as

¹⁰⁰ FUCCI, **Arbitration in M&A Transactions: Laws of New York and Delaware: Part II**. IN: *Dispute Resolution Journal*, v. 71, n. 3, 2016, p. 6.

¹⁰¹ *Ibid.*, p. 6.

¹⁰² Neste estudo, o fato da cláusula *sandbagging* ter sido inserida em um outro contrato não será interpretado como um empecilho para a sua utilização, haja vista que se tratam de contratos coligados. Nesse sentido, conforme Rodrigo Xavier Leonardo: [...] entendemos que se deve partir do termo coligação contratual, para retratar o gênero das situações em que duas ou mais diferentes relações contratuais se encontram vinculadas, ligadas, promovendo alguma eficácia paracontratual, ou seja, alguma eficácia ao lado daquela que se desenvolve internamente ao contrato. Esta eficácia paracontratual, por sua vez, se justifica pelo reconhecimento duma operação econômica unificada que se sobrepõe àquela decorrente de cada um dos contratos que se encontram coligados. LEONARDO, Rodrigo Xavier. **Os Contratos Coligados**. IN: *Estudos em homenagem à Professora Véra Maria Jacob de Fradera*. Porto Alegre: Lejus, 2013, p. 8.

¹⁰³ *Ibid.*, p. 6.

¹⁰⁴ O contrato era regido pelas leis do estado de Nova Iorque e eventuais litígios deveriam ser resolvidos nos limites da jurisdição desse estado.

¹⁰⁵ *Ibid.*, p. 6.

declarações e garantias prestadas eram verdadeiras. Por esse motivo, a CBS não poderia ajuizar ação civil de reparação de danos sob o argumento da violação das declarações e garantias, haja vista que, neste tipo de ação¹⁰⁶, a lei de Nova Iorque exige que a parte que alega a falsidade das representações tenha confiado que as informações repassadas eram verdadeiras¹⁰⁷.

A tese defendida pela Ziff-Davis foi julgada procedente em primeira instância e pelo Primeiro Departamento da Divisão de Apelações.

A CBS interpôs recurso a estas decisões perante à Corte de Apelações de Nova Iorque, afirmando que a questão decisiva do litígio era se a Compradora havia ou não, acreditado nas declarações e garantias, tal como negociadas no contrato.

Nesse sentido, segundo a tese defendida pela CBS, a violação da cláusula de declarações e garantias, um dos dispositivos do contrato, ensejaria uma ação baseada na responsabilidade contratual e não uma ação civil de reparação de danos. Assim, não se tratando de uma ação de ressarcimento de danos extracontratuais, a confiança prévia da Compradora acerca da veracidade das declarações e garantias não era um pressuposto para o ajuizamento da ação, que se baseava, especificamente, na violação do contrato pela Ziff-Davis.

A Corte de Apelações de Nova Iorque reverteu¹⁰⁸ a decisão das instâncias de piso, julgando procedente a demanda da CBS. Nesse sentido, o cerne da lide para a Corte de Apelações não residia no fato da Compradora ter ou não acreditado na veracidade das informações garantidas pela Vendedora, mas sim no fato da Compradora ter adquirido a promessa da Vendedora quanto a correção das declarações e garantias¹⁰⁹⁻¹¹⁰.

¹⁰⁶ As ações ajuizadas com a finalidade de reparar um dano sofrido por uma das partes em uma negociação nos Estados Unidos é denominada como *tort claim*. Neste trabalho, a expressão *tort claim* foi traduzida para ação civil de reparação de danos.

¹⁰⁷ CBS Inc v. Ziff-Davis Publishing Co. Court of appeals of New York, 1990. Disponível [Online] em: <https://law.justia.com/cases/federal/appellate-courts/F2/155/780/1563511/>.

¹⁰⁸ Os juízes Simons, Alexander e Titone concordam com o juiz Hancock Jr.; o juiz Bellacosa dissente em parte e manifestou seu voto em parecer separado; o juiz presidente Wachtler e o juiz Kaye não se manifestaram.

¹⁰⁹ The critical question is not whether the buyer believed in the truth of the warranted information, but whether [it] believed [it] was purchasing the [seller's] promise [as to its truth] ...Once the express warranty is shown to have been relied on as part of the contract, the right to be indemnified in damages for its breach does not depend on proof that the buyer thereafter believed that the assurances of fact made in the warranty would be fulfilled. The right to indemnification depends only on establishing that the warranty was breached. Em tradução livre: A questão crítica não é se o comprador acreditou na verdade da informação garantida, mas se [acreditou] que estava comprando a promessa [do vendedor] [quanto à sua veracidade] ...Uma vez demonstrada a confiabilidade da garantia expressa como parte do contrato, o direito a ser indenizado pela sua violação não depende da prova posterior, a fim de demonstrar que o comprador havia acreditado que as declarações e garantias prestadas eram verdadeiras. O direito à indenização depende apenas da comprovação de que a garantia foi violada. CBS Inc v. Ziff-Davis Publishing Co. Court of appeals of New York, 1990. Disponível [Online] em: <https://law.justia.com/cases/federal/appellate-courts/F2/155/780/1563511/>.

¹¹⁰ As authority for its position, CBS cites, inter alia, Ainger v. Michigan Gen. Corp. and Judge Learned Hand's definition of warranty as "an assurance by one party to a contract of the existence of a fact upon which the other party may rely. It is intended precisely to relieve the promisee of any duty to ascertain the fact for himself; it amounts to a promise to indemnify the promisee for any loss if the fact warranted proves untrue, for obviously the

Ou seja, uma vez que as partes acreditaram e inseriram no contrato a declaração da Vendedora acerca da retidão das demonstrações financeiras, tal afirmação passou a integrar o contrato e a funcionar como uma ferramenta de alocação dos riscos contratuais¹¹¹.

Desse modo, a eventual quebra dessa disposição contratual ensejaria indenização por parte da Ziff-Davis, independentemente da confiança prévia da CBS na exatidão desta representação.

Portanto, a partir deste caso, pode-se dizer que a jurisdição nova-iorquina passou a adotar uma interpretação *pro-sandbagging*. Ou seja, a Corte de Apelações do estado de Nova Iorque, julgando o tema a partir da responsabilidade contratual, decidiu no sentido de que as partes podem estipular cláusula *sandbagging*, com a finalidade de alocar os riscos do contrato e que o comprador pode, após o *closing* do negócio, pleitear indenização pela violação das declarações e garantias, ainda que tenha o conhecimento prévio de que aquela informação poderia não ser verdadeira.

3.2 Distinções relevantes, principais pontos de discussão e reflexões sobre o caso à luz da *common law*

Apresentado o precedente, passa-se para a análise dos principais pontos, objeto de análise, da Corte de Apelações de Nova Iorque no caso *CBS v. Ziff-Davis Publ. Co.*, para reflexão posterior.

Antes, porém, algumas notas relativas ao direito norte-americano merecem ser pontuadas para bem localizar o leitor¹¹². Assim, tratar-se-á, nas próximas linhas, sobre: i) a

promisor cannot control what is already in the past". Tradução Livre: Como argumento de autoridade para a sua posição, a CBS cita, entre outros casos, *Ainger v. Michigan Gen. Corp.* e a definição de garantia do Juiz Learned Hand como "uma garantia dada por uma parte do contrato acerca da existência de um fato em que a outra parte pode confiar". Destina-se precisamente a exonerar o promissário de qualquer dever de verificar o fato por si próprio; equivale a uma promessa de indenizar o promissário por qualquer perda se o fato garantido se revelar falso, pois obviamente o promissário não pode controlar o que já está no passado. *CBS Inc v. Ziff-Davis Publishing Co.* Court of appeals of New York, 1990. Disponível [Online] em: <https://law.justia.com/cases/federal/appellate-courts/F2/155/780/1563511/>.

¹¹¹ WHITEHEAD, Charles K. **Sandbagging: Default Rules and Acquisition Agreements**. IN: Delaware Journal of Corporate Law, v. 36, 2011, p. 1.084.

¹¹² Ainda que não seja o objeto do presente trabalho, visando apenas a melhor contextualização desta seção, apresenta-se, de forma sintética, a diferenciação entre os sistemas jurídicos de *common law* e *civil law*, naquilo que é relevante para a abordagem que será proposta. A *common law* é um sistema legal, originário da Inglaterra, que privilegia a jurisprudência em detrimento das leis estatutárias. Na *common law*, os conceitos jurídicos emergem a partir do caso concreto e vão se desenvolvendo com o decorrer do tempo, por meio da conjunção de inúmeros casos. SENRA, Maria Amélia Lisboa. **Responsabilidade Civil Punitiva**. IN: Revista Eletrônica da Faculdade de Direito da PUC-SP, v. 2, 2009, p. 12. Nesse sentido, considerando o objeto deste capítulo, a adequação da cláusula *sandbagging* ao ordenamento jurídico norte-americano, o qual pertence ao sistema jurídico de *common law*, não resulta de uma determinação legislativa, mas sim da consolidação das interpretações que as cortes têm sobre o tema.

confiança do comprador na veracidade das declarações e garantias, enquanto requisito para requerer indenização; ii) qual a interpretação adotada pelas cortes americanas quando o contrato é silente sobre a utilização do *sandbagging* e, por fim, iii) o meio pelo qual o comprador conhece a falsidade de uma das afirmações feitas pelo vendedor.

Dito isso, o primeiro ponto a ser analisado é o entendimento da Corte de Apelações sobre a necessidade da confiança ou “*reliance*” do comprador nas declarações e garantias para o pedido de indenização pela falsidade de uma destas representações

No entanto, para melhor discussão deste primeiro ponto, serão feitas algumas explicações sobre o instituto da responsabilidade civil no ordenamento jurídico norte-americano, para melhor contextualização do leitor.

Nos Estados Unidos, a responsabilidade civil pode ser dividida em responsabilidade pela quebra do contrato (*breach of contract*), que se assemelha ao regime da responsabilidade contratual, e em responsabilidade extracontratual (*tort damages*¹¹³)¹¹⁴.

As *tort damages* irão embasar o direito à indenização, quando um indivíduo, por meio de um ato ilícito, executado de forma intencional, imprudente ou negligente, causa um prejuízo a outrem¹¹⁵. Ou seja, esta espécie de responsabilidade tem como objetivo tutelar os direitos de terceiros prejudicados, reparando prejuízos decorrentes de danos extracontratuais.

Enquanto isso, a responsabilidade decorrente da quebra do contrato, como o próprio nome sugere, decorre da violação de um instrumento contratual que foi consensualmente pactuado entre dois ou mais sujeitos.

No precedente em questão, o dano alegado pela CBS decorreu do descumprimento das declarações e garantias que haviam sido prestadas pela Ziff-Davis. Ocorre que, no ordenamento jurídico estadunidense, em se tratando da falsidade de uma afirmação feita por uma das partes, é possível buscar a reparação do prejuízo tanto por meio das *tort damages*, quanto por meio da alegação de uma *breach of contract*¹¹⁶.

¹¹³ Ainda sobre as *tort damages*, Kenneth Simons defende: “The simple picture is this. Tort law is divided into three domains: intentional torts, negligence, and strict liability. The most serious level of fault is expressed in the intentional tort domain; a lesser degree of fault in negligence; and no fault at all in strict liability”. Em tradução livre: “O cenário é este. A lei da responsabilidade civil extracontratual pode ser subdividida em três espécies: danos intencionais, negligência, e responsabilidade objetiva. O nível mais grave de culpa é expresso no domínio dos danos intencionais; em menor grau de culpa por negligência; e em nenhum grau de culpa na responsabilidade objetiva”. SIMONS, Kenneth. **A Restatement (Third) of Intentional Torts?**. IN: Arizona Law Review, v. 48, 2006, p. 1079.

¹¹⁴ SIQUEIRA, Adriana Souza. **Anotações Sobre A Responsabilidade Civil No Direito Americano Intentional Torts**. Publicações da Escola da AGU, v. 1, n. 16, 2012, p. 11.

¹¹⁵ SIQUEIRA, *Op. cit.*, p. 12.

¹¹⁶ Cf. Glenn West e Kim Shah: “[c]ontract law is generally based on the simple principle that the court should enforce the expectations of the parties according to the bargain made by those parties. [...] a contract exists if there is mutual assent to mutual promises made. A claim for breach of contract requires only that the claimant prove

Contudo, a possibilidade de alegar cada uma dessas espécies de responsabilidade depende do caso concreto e da jurisdição que irá julgar esta lide¹¹⁷.

Por exemplo, se durante a etapa pré-contratual, o vendedor repassa ao comprador representações falsas, sabendo que tais informações são inverídicas, a formação da vontade do comprador resta viciada, tendo ele se vinculado a um negócio a partir de uma percepção equivocada da realidade¹¹⁸. Este tipo de vício de consentimento na *common law* é chamado de *misrepresentation*¹¹⁹.

Nesse cenário, independentemente de as partes terem registrado os fatos inverídicos transmitidos pelo vendedor na cláusula de declarações e garantias do contrato, o comprador poderá reivindicar os eventuais danos sofridos pelo vício na formação de seu consentimento (*tort damages*) por meio de uma ação judicial denominada *tort claim*¹²⁰.

No entanto, para que a parte prejudicada por uma *misrepresentation* possa pleitear reparação, é necessário o cumprimento de certos requisitos da ação. Nesse caso, são requisitos para o ajuizamento de uma *tort claim*: i) que a parte que repassou as informações inverídicas tenha conhecimento sobre a falsidade ou conscientemente ignore a falsidade dos fatos

that the other party to the agreement failed to perform its promises pursuant to the contract and the claimant incurred damages as a result. There is no requirement that a claimant prove that it specifically relied upon a specific promise made by the other party in entering into the contract; rather, a claimant is entitled to enforce all of the promises made in the contract independent of any specific reliance on each particular promise made by the other party. [...] A tort claim is based not on a bargain made between the parties, but on a wrongful act committed by another party that resulted in injury to the claimant". Em tradução livre: "a lei contratual baseia-se, geralmente, no princípio simples de que o tribunal deve fazer cumprir as expectativas das partes conforme o acordo por elas firmado. [...] existe um contrato se houver mútuo consentimento às garantias mutuamente acordadas. Uma ação por violação de contrato requer apenas que o requerente prove que a outra parte no acordo não cumpriu as suas obrigações no contrato e que uma das partes sofreu prejuízos em decorrência disso. Não é exigido que o requerente prove que se baseou em uma garantia em especial feita pela outra parte ao celebrar o contrato; pelo contrário, o requerente tem o direito de executar todas as disposições estipuladas no contrato independentemente de qualquer confiança específica nas garantias feitas pela outra parte. [...] Uma reclamação de responsabilidade civil não se baseia em um acordo feito entre as partes, mas em um ato ilícito cometido por outra parte que resultou num prejuízo para o requerente". WEST, Glenn D.; SHAH, Kim M. **Debunking the Myth of the Sandbagging Buyer: When Sellers Ask Buyers to Agree to Anti-Sandbagging Clauses, Who Is Sandbagging Whom**. IN: *M&A Law*, v. 11, n. 1. Nova Iorque: Thompson/West, 2007, p. 4.

¹¹⁷ Cf. José Tesheiner: O sistema americano é mais fortemente federativo [...] no sistema americano, cada Estado tem sua jurisdição limitada pela Constituição, tal como interpretada pela Suprema Corte, podendo ser exercida, dentro desses limites, de conformidade com a legislação de cada Estado. Os limites constitucionais da jurisdição de cada Estado encontram-se fixados por decisões da Suprema Corte. TESHEINER, José. **Jurisdição territorial nos Estados Unidos da América do Norte e competência internacional e de foro no Brasil**. IN: *Revista Eletrônica de Direito Processual*, v. 13, n. 13, 2014, p. 260-261.

¹¹⁸ SABADIN, Mariana Guerra. **Autonomia Privada e Licença para Mentir - uma Investigação sobre a Possibilidade de Limitação Contratual de Responsabilidade por Dolo**. Dissertação de Mestrado (Mestrado em Direito) Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas. São Paulo, 2015, p. 46.

¹¹⁹ STARK, Tina L. **Another View on Reps. and Warranties**. IN: *Business Law Today*, American Bar Association, v. 15, n. 3, 2006, p. 1.

¹²⁰ WEST, Glenn D. **That Pesky Little Thing Called Fraud: An Examination of Buyer's Insistence Upon (and Sellers' Too Ready Acceptance of) Undefined "Fraud Carve-Outs" in Acquisition Agreements**. IN: *The Business Lawyer*, v. 69, 2014, p. 1049-1050.

transmitidos; ii) que haja a intenção de induzir a contraparte a confiar nestas afirmações; e iii) que a confiança da contraparte nestas representações falsas seja justificável¹²¹.

Em contraposição, se as declarações e garantias prestadas pelo vendedor são inseridas no contrato, a eventual falsidade de uma destas afirmações permitirá que o comprador, futuramente, seja indenizado pela *breach of representations and warranties*¹²².

Assim, observa-se que, nesta segunda hipótese, ocorrendo a violação das declarações e garantias, o comprador será reparado pelo descumprimento de uma das garantias do contrato, sem que haja necessidade de comprovar nenhum dos requisitos necessários para o ajuizamento de uma *tort claim*.

Observando as diferenças existentes entre as *tort claims* e o pedido de reparação pela quebra das declarações e garantias, é possível compreender as dificuldades enfrentadas na aplicação da cláusula *sandbagging* no ordenamento jurídico norte-americano.

Isso porque, a depender da jurisdição, a violação da cláusula de declarações e garantias pode ser interpretada como uma *misrepresentation* ou como outro dano que também deve ser reparado por meio de uma *tort claim*.

Nesses casos, a estipulação de cláusula *sandbagging* pelas partes em nada servirá para assegurar a indenização do comprador. Pois, uma vez que o comprador não confiou nas representações feitas pelo vendedor, ele não terá cumprido o requisito de *reliance* para o ajuizamento da *tort claim* e, portanto, não poderá pleitear a restituição.

Em artigo dedicado ao tema, Charles Whitehead, examina quais entes federativos dos Estados Unidos adotam interpretação nesse sentido, classificando-os como jurisdições *anti-sandbagging*. São exemplos de jurisdições *anti-sandbagging*: Califórnia, Colorado, Kansas, Maryland, Minnesota e Texas¹²³.

Outra possibilidade é uma jurisdição considerar que a violação das declarações e garantias é uma quebra do contrato e, por consequência, o comprador deverá ser indenizado independentemente de ter acreditado na veracidade das informações repassadas pelo vendedor.

A decisão da Corte de Apelações de Nova Iorque no caso *CBS v. Ziff-Davis Publ. Co.* se vinculou a este posicionamento. Nesta decisão, o Juiz Hancock, enquanto relator do caso, acolheu a tese da responsabilidade contratual e citou o precedente *Ainger v. Michigan General*

¹²¹ STARK, Tina L. **Another View on Reps. and Warranties**. IN: Business Law Today, American Bar Association, v. 15, n. 3, 2006, p. 1.

¹²² SABADIN, *Op. cit.*, p. 46.

¹²³ WHITEHEAD, Charles K. **Sandbagging: Default Rules and Acquisition Agreements**. IN: Delaware Journal of Corporate Law, v. 36, 2011, p. 1.114-1.115.

Corp., julgado pela Corte Distrital do Distrito Sul de Nova Iorque, como argumento de autoridade¹²⁴.

Contudo, a referida decisão não foi aceita de forma unânime, tendo o Juiz Bellacosa dissentido da tese da responsabilidade contratual. Em seu voto, o juiz dissidente lamentou o descarte da confiança pela Corte de Apelações e criticou o uso do precedente *Ainger v. Michigan General Corp.* como argumento de autoridade, já que apesar do efeito persuasivo deste caso, ele não poderia ser considerado como uma decisão vinculante¹²⁵. Além disso, para o Juiz Bellacosa, a CBS fechou o contrato ciente do risco da falsidade de uma das declarações e garantias, de modo que a Compradora não mais faria jus à indenização¹²⁶.

Embora a divergência, a tese da responsabilidade contratual prevaleceu, o que significa que a jurisdição de Nova Iorque adota um entendimento *pro-sandbagging*.

No entanto, destaca-se que, apesar de adotar um parecer geral a favor do *sandbagging*, considera-se que Nova Iorque tem uma abordagem intermediária sobre o assunto. Isso porque em jurisdições como Delaware, o comprador sequer precisa confiar na garantia contratual prestada, de modo que a quebra do contrato, por si só, já é suficiente para gerar um dever de indenizar por parte do vendedor¹²⁷.

Tal como as jurisdições de Nova Iorque e Delaware, também podem ser citados como estados que se filiam a um entendimento *pro-sandbagging*: Connecticut, Flórida, Illinois, Indiana, Massachusetts, Michigan, Missouri, Montana, Nova Hampshire, Novo México, Pensilvânia, Virgínia Ocidental e Wisconsin¹²⁸.

¹²⁴ KORNFEIND, Svetlana M. **New York Court of Appeals Holds that Seller's Express Warranties in Nongoods Sales Are Bargained-for Contractual Terms, and Buyer Need Not Rely on Truth of Warranted Information to Seek Damages for Breach of Such Warranties**. IN: *St. John's Law Review*, v. 64, n. 3, p. 2012, p. 683.

¹²⁵ *Ibid.*, p. 683.

¹²⁶ KORNFEIND, *Op. cit.*, p. 684.

¹²⁷ Cf. Brandon Cole: "The New York courts have adopted a hybrid approach that takes the best of both worlds where the standard is not a strict reliance requirement (like California, which has a strict reliance requirement), yet there is still some reliance required (unlike Delaware, which has no reliance requirement). This hybrid approach is actually the most equitable standard. The California approach benefits sellers, while the Delaware approach benefits buyers. The New York hybrid approach combines elements of the California rule and the Delaware rule into a standard that is ultimately fairer for both parties". Em tradução livre: "Os tribunais de Nova Iorque adotam uma abordagem híbrida que utiliza o melhor dos dois mundos, em que a norma geral não utiliza a confiança como um requisito rígido (como a Califórnia, que tem um requisito de confiabilidade rigoroso), mas ainda é necessária alguma confiança (ao contrário de Delaware, que não tem nenhum requisito de confiabilidade). Esta abordagem híbrida é na verdade a norma mais equitativa. A abordagem da Califórnia beneficia os vendedores, enquanto a abordagem de Delaware beneficia os compradores. A abordagem híbrida de Nova Iorque combina elementos da regra da Califórnia e da regra de Delaware num padrão que é, em última análise, mais justo para ambas as partes". COLE, Brandon. **Knowledge Is Not Necessarily Power: Sandbagging In New York M&A Transactions**. IN: *The Journal of Corporation Law*, v. 42, 2016, 457.

¹²⁸ WHITEHEAD, Charles K. **Sandbagging: Default Rules and Acquisition Agreements**. IN: *Delaware Journal of Corporate Law*, v. 36, 2011, p. 1.108-1.114.

Assim, concluindo a análise do entendimento da Corte de Apelações de Nova Iorque sobre a necessidade de *reliance* do comprador nas declarações e garantias, observa-se que a ausência de um regramento expresso sobre responsabilidade civil nos Estados Unidos ampliou a discussão sobre a possibilidade de aplicação do *sandbagging*¹²⁹.

A partir disso, a Corte de Apelações fez interessantes ponderações sobre a autonomia privada das partes que, de comum acordo, inserem cláusulas no contrato justamente com a finalidade de alocar os riscos do negócio. Desse modo, a parte prejudicada pela violação das declarações e garantias deve ser indenizada em conformidade e nos termos pactuados no instrumento contratual e não por meio de uma ação que visa reparar danos extracontratuais.

Pensando-se no ordenamento jurídico nacional, tal discussão não faria tanto sentido, haja vista que o Brasil já tem um regramento de reponsabilidade contratual consolidado.

Além disso, por meio da análise dos posicionamentos de algumas das jurisdições norte-americanas sobre o *sandbagging*, também pode-se discutir se é possível a aplicação deste instituto quando as partes não estipulam no contrato direitos *pro* ou *anti-sandbagging*.

Observa-se que quando o acordo é silente, a tendência é que os entes federativos contrários ao *sandbagging* vedem à sua utilização, seguindo a lógica das *tort damages*. Em contrapartida, os estados favoráveis ao uso do *sandbagging* sustentarão o entendimento da responsabilidade pela quebra das declarações e garantias do contrato.

Compreender a tendência adotada pelas cortes nesta hipótese é importante porque, nos últimos anos, as partes envolvidas em operações de F&A têm seguido a tendência de não incluir previsões sobre *sandbagging* nos SPA's.

Nesse sentido, em uma pesquisa empírica conduzida pela American Bar Association, foi possível constatar que, entre os anos de 2006 e 2017, que a maioria dos *share purchase agreements* eram silentes ou traziam previsões *pro-sandbagging*. Já estipulações *anti-sandbagging* apareceram em menos de dez por cento dos contratos analisados no período de realização do estudo¹³⁰.

Assim, constata-se que os vendedores têm mais dificuldade em negociar a inclusão de uma cláusula contrária ao *sandbagging* nos contratos de aquisição de participação societária e

¹²⁹ Dessa forma, percebe-se que: i) as cortes de Delaware, Nova Iorque (interpretação contratual mitigada) Connecticut, Flórida, Illinois, Indiana, Massachusetts, Michigan, Missouri, Montana, Nova Hampshire, Novo México, Pensilvânia, Virgínia Ocidental e Wisconsin se filiam ao entendimento *pro-sandbagging* e ii) as cortes de Califórnia, Colorado, Kansas, Maryland, Minnesota e Texas, ao revés, adotam posicionamento *anti-sandbagging*. WHITEHEAD, Charles K. **Sandbagging: Default Rules and Acquisition Agreements**. IN: Delaware Journal of Corporate Law, v. 36, 2011, p. 1.108-1.114).

¹³⁰ KALANSKY, Daniel; SANCHEZ, Rafael Biondi. **Sandbagging Clauses nas Operações de Fusões e Aquisições (M&A)**. IN: Novos Temas de Direito e Corporate Finance, 1. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 148.

que os compradores, em regra, confiam que os entes federativos, normalmente, decidirão a favor do *sandbagging*.

Também é relevante a discussão acerca da forma que o comprador teve conhecimento sobre a falsidade das declarações e garantias e em que medida ele estava ciente da incorreção de uma das representações feitas pelo vendedor¹³¹.

No caso *CBS v. Ziff-Davis Publ. Co.*, a CBS suspeitava que as demonstrações financeiras fornecidas pela Ziff-Davis eram falsas, por conta dos fatos e informações que conheceu ao longo da auditoria. Por outro lado, em nenhum momento, a Vendedora concordou que estes documentos contábeis não correspondiam à realidade.

Portanto, no precedente analisado havia uma disputa ao redor da correção dos demonstrativos financeiros e da veracidade das declarações e garantias prestadas pela Ziff-Davis. Ou seja, a Compradora tinha o fundado receio de que o status contábil das *targets* não era real, mas não tinha conhecimento efetivo sobre a falsidade destas informações.

Contudo, imagine-se um cenário em que o comprador tem certeza que uma das declarações e garantias prestadas é inverídica e que ele teve ciência desta falsidade, porque o próprio vendedor lhe informou que essa representação não era correta.

Nesta hipótese, se o comprador decide prosseguir com o *closing* do negócio, tendo o total conhecimento e aceitação de que os fatos revelados pelo vendedor constituem uma violação às declarações e garantias do contrato, o comprador não poderá alegar posteriormente que acreditou na promessa/garantia do vendedor acerca da exatidão das informações consignadas na cláusula de declarações e garantias¹³².

Em uma situação como essa, o entendimento da Corte de Apelações é que o comprador não poderá pleitear indenização futura. Isso porque, se o comprador fechou o contrato após ser informado pelo vendedor que uma das representações é inverídica, ele teria renunciado ao seu direito de ser indenizado em momento futuro¹³³.

¹³¹ Os entendimentos da Corte de Apelações sobre a forma que o comprador conhece a falsidade das declarações e garantias e como isso afeta o seu direito à indenização, se formou a partir do julgamento de casos posteriores ao precedente *CBS v. Ziff-Davis Publ. Co.*, que são: *Galli v. Metz*; *Coastal Power Int'l, Ltd. v Transcon Capital Corp.*; *Gusmao v. GMT Group* e *Merrill Lynch & Co., Inc. et al. v. Allegheny Energy, Inc.* FUCCI, Frederick R. **Arbitration in M&A Transactions: Laws of New York and Delaware: Part II**. IN: *Dispute Resolution Journal*, v. 71, n. 3, 2016, p. 8-17).

¹³² CLEARY, Seth. **Delaware Law, Friend or Foe: The Debate Surrounding Sandbagging and How Delaware's Highest Court Should Rule on a Default Rule**. IN: *Southern Methodist University Law Review*, v. 72, 2019, p. 836-837.

¹³³ LINARES DURÁN, Alfonso et al. **La Validez de la Cláusula " Pro-Sandbagging" Pactada en los Contratos de Compraventa de Acciones y de Activos en el Sistema Jurídico Colombiano-Análisis del Trasplante de La Cláusula Contractual Denominada " Pro-Sandbagging", Tradicional En El Sistema de Derecho De Los Estados Unidos, Al Sistema Jurídico Colombiano en La Actualidad**. Monografía (Bacharelado em Direito). Faculdade de Direito, Universidade dos Andes. Bogotá, 2014, p. 12.

O que demonstra que a decisão da Corte de Apelações no caso *CBS v. Ziff-Davis Publ. Co.* não elimina a possibilidade de o comprador renunciar ao direito à indenização pela violação da cláusula de declarações e garantias¹³⁴.

Ainda nesse sentido, destaca-se a importância da revelação da falsidade de uma das representações ter sido feita pelo próprio vendedor. Pois, caso o comprador saiba da incorreção de uma destas afirmações por si mesmo, durante a auditoria, por meio de um terceiro, ou até mesmo se a falsidade de certo fato é de conhecimento geral, o seu direito à reparação posterior em nada será afetado¹³⁵.

E mais, para que se considere que o vendedor revelou a incorreção de uma das declarações e garantias para o comprador, é necessário que haja o *disclosure* claro e preciso acerca desta violação¹³⁶. Manifestações vagas e imprecisas do vendedor acerca da exatidão de uma das informações garantidas em nada afetam o direito à indenização do comprador.

Nos parágrafos acima, tratou-se sobre a necessidade da confiança do comprador nas afirmações repassadas pelo vendedor, sobre como as diferentes jurisdições americanas julgam o *sandbagging* quando o contrato firmado pelas partes é silente sobre a utilização deste instituto e sobre como o meio pelo qual o comprador descobre a falsidade das declarações e garantias pode impactar em seu direito à indenização posterior.

Contudo, pode-se destacar alguns outros pontos que, apesar de não serem discutidos diretamente na decisão da Corte de Apelações de Nova Iorque no caso *CBS v. Ziff-Davis Publ. Co.* e nem em outros julgamentos sobre *sandbagging*, são importantes para a adequação deste instituto ao ordenamento jurídico brasileiro.

Nesse sentido, pode-se questionar se é necessário que o comprador, antes de pleitear indenização por meio do *sandbagging*, revele ao vendedor que suspeita que uma das declarações e garantias prestadas é inverídica.

Além disso, também é questionável se, na ausência de previsão sobre direitos *sandbagging* no contrato, poderia o comprador, ciente da incorreção de uma das declarações e

¹³⁴ Cf. Frederick Fucci: “However, where the seller is not the source of the buyer’s knowledge, e.g. if it is merely common knowledge that the facts warranted are false, or the buyer has been informed of the falsity of the facts by some third party, the buyer may prevail in his claim for breach of warranty”. Em tradução livre: “Contudo, se o vendedor não for a fonte do conhecimento do comprador, por exemplo, se for de conhecimento geral que os fatos garantidos são falsos, ou se o comprador tiver sido informado da falsidade dos fatos por algum terceiro, o comprador poderá pleitear indenização pela violação da garantia”. FUCCI, Frederick R. **Arbitration in M&A Transactions: Laws of New York and Delaware: Part II**. IN: Dispute Resolution Journal, v. 71, n. 3, 2016, p. 13.

¹³⁵ FUCCI, Frederick R. *Op. cit.*, p. 11-13.

¹³⁶ FUCCI, *Op. cit.*, p. 13-14.

garantias, não informar tal fato ao vendedor e, antes do *signing* do *share purchase agreement*, solicitar a inserção de cláusula *sandbagging* no contrato.

Diante destes questionamentos, no próximo capítulo, será feita análise do caso *CBS v. Ziff-Davis Publ. Co.*, à luz da *civil law*. Nesta oportunidade, para além das questões debatidas pela Corte de Apelações de Nova Iorque, também serão enfrentados outros tópicos relevantes para compreender a adequação do *sandbagging* no ordenamento jurídico nacional.

4 SOLUÇÃO À LUZ DO DIREITO BRASILEIRO

Conforme visto no tópico anterior, o regramento da *common law* parte de uma lógica casuística, pela conjunção de decisões ao longo do tempo sobre casos que guardam, em certa medida, circunstâncias fáticas semelhantes. Nesse sistema jurídico, são raras as leis e códigos estatais que podem ser utilizados pelas partes para regular ou integrar suas relações jurídicas¹³⁷.

Por essa razão, principalmente nos contratos empresariais, é comum que os sujeitos firmem minutas autossuficientes, bastante extensas e altamente detalhadas, a fim de regular todos os aspectos do negócio¹³⁸.

De modo contrário, um sistema jurídico de *civil law* é composto por normas estatais, elaboradas a partir da atuação legislativa (e não jurisdicional) que podem ser aplicadas pelas partes com a finalidade de regulamentar e complementar relações jurídicas¹³⁹. Esse conjunto de normas pode ser dividido em regras e princípios.

Conforme a lição de Humberto Ávila, as regras são normas imediatamente descritivas que estabelecem uma conduta a ser adotada, em observância com certas obrigações, permissões e proibições legalmente prescritas¹⁴⁰.

Já os princípios, ainda na concepção do autor, são normas imediatamente finalísticas, já que estabelecem um determinado estado de coisas que para ser alcançado depende da adoção de certos comportamentos¹⁴¹.

Nesse sentido, nos contratos firmados na *civil law*, os instrumentos serão redigidos e interpretados a partir deste grupo de regras e princípios, de modo que os agentes econômicos envolvidos no negócio não podem estipular termos contratuais com o objetivo de evitar a interferência de regramentos estatais ou obter resultados que contrariam as normas que fundamentam o ordenamento jurídico¹⁴².

¹³⁷ MONATERI, Pier Giuseppe. **Ripensare il Contratto: Verso una Visione Antagonista del Contratto**. IN: *Rivista di Diritto Civile*, ano XLIX, n. 4, 2003, p. 1-7.

¹³⁸ CORDERO-MOSS, Giuditta. **Anglo-American Contract Models and Norwegian or Other Civilian Governing Law: Introduction and Method**. University of Oslo Faculty of Law, 2007, p. 73.

¹³⁹ CORDERO-MOSS, *Op. cit.*, p. 73-74.

¹⁴⁰ ÁVILA, Humberto. **Teoria dos Princípios: da Definição à Aplicação dos Princípios Jurídicos**. 1. ed. São Paulo: Malheiros, 2003, p. 63.

¹⁴¹ *Ibid.*, p. 63.

¹⁴² SABADIN, Mariana Guerra. **Autonomia Privada e Licença para Mentir - uma Investigação sobre a Possibilidade de Limitação Contratual de Responsabilidade por Dolo**. Dissertação de Mestrado (Mestrado em Direito) Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas. São Paulo, 2015, 67.

No caso das fusões e aquisições, as negociações traçadas pelas partes são afetadas, especialmente, pelos princípios da autonomia privada¹⁴³ e da boa-fé¹⁴⁴.

A autonomia privada pode ser considerada o princípio basilar do direito das obrigações, uma vez que assegura os bens jurídicos da autodeterminação e da liberdade de iniciativa econômica¹⁴⁵. Os contratos são a ferramenta da autonomia privada, por meio dos quais os particulares podem criar, alterar e extinguir relações jurídicas¹⁴⁶.

No caso dos contratos de aquisição de participação societária, por se tratarem de instrumentos comutativos, bilaterais e paritários, as partes possuem maior liberdade para estipular os termos contratuais a fim de atingir, da forma mais satisfatória possível, os objetivos econômicos de cada uma delas¹⁴⁷.

Nesse sentido, é comum que as partes que detém *expertise* em contratos desse tipo, em observância da lógica empresarial, adotem mecanismos de alocação de riscos mais sofisticados, os quais devem ser respeitados, nos termos do artigo 421-A, incisos I, II e III do Código Civil¹⁴⁸.

No entanto, essa liberdade contratual não é irrestrita, de modo que os agentes envolvidos nesse tipo de operação assumem a responsabilidade por suas ações, nos limites dispostos na ordem jurídica e em conformidade com o padrão de conduta determinado pela boa-fé¹⁴⁹.

E mais, para além da compatibilização da cláusula *sandbagging* com os princípios da boa-fé e da autonomia privada, também deve ser observado o contexto em que este dispositivo é inserido no contrato. Isso porque, existindo vício na formação do consentimento das partes para inserção da cláusula, estar-se-á diante de uma hipótese de anulabilidade da minuta ou do referido mecanismo contratual.

¹⁴³ Cf. Judith Martins-Costa: “Frequentemente é confundida com a noção de “autonomia da vontade”, cujo núcleo está no querer, enquanto “autonomia privada” denota poder de autorregulamentação de interesses privados”. MARTINS-COSTA, Judith. **A Boa-fé no Direito Privado: Critérios Para a sua Aplicação**. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2018, p. 248.

¹⁴⁴ Cf. Judith Martins-Costa: “[...] autonomia privada e boa-fé se encontram em relação de dialética tensão, porque essas relações são marcadas normativamente pelos vetores da igualdade e da liberdade e estão polarizadas pela noção de empresa, que, por definição, implica a finalidade de obtenção de lucro e de assunção de riscos, bem como a de mercado, não mais um lugar de troca de uma produção determinada, mas o mecanismo regulador de toda a vida econômica”. MARTINS-COSTA, *Op. cit.*, p. 301.

¹⁴⁵ MARTINS-COSTA, Judith. *Op. cit.*, 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2018, p. 250.

¹⁴⁶ *Ibid.*, p. 250.

¹⁴⁷ Enunciado nº 21 da I Jornada de Direito Comercial: Nos contratos empresariais, o dirigismo contratual deve ser mitigado, tendo em vista a simetria natural das relações interempresariais.

¹⁴⁸ Art. 421-A. do Código Civil: Os contratos civis e empresariais presumem-se paritários e simétricos até a presença de elementos concretos que justifiquem o afastamento dessa presunção, ressalvados os regimes jurídicos previstos em leis especiais, garantido também que: I - as partes negociantes poderão estabelecer parâmetros objetivos para a interpretação das cláusulas negociais e de seus pressupostos de revisão ou de resolução; II - a alocação de riscos definida pelas partes deve ser respeitada e observada; e III - a revisão contratual somente ocorrerá de maneira excepcional e limitada.

¹⁴⁹ MARTINS-COSTA, *Op. cit.*, p. 249.

Diante disso, as partes que optam por inserir uma cláusula *sandbagging*, de origem norte-americana, no contrato de compra e venda de ações/quotas, não podem fazer o transplante deste instituto estrangeiro sem observar os limites e comportamentos impostos pelas regras e princípios do ordenamento jurídico brasileiro.

Portanto, neste capítulo, inicialmente, será examinado princípio a boa-fé objetiva, enquanto cânone hermenêutico e delimitador de *standards* de conduta, o que será fundamental para compreender a eficácia do *sandbagging* no Brasil.

Em seguida, será estudado o dolo, enquanto instituto jurídico capaz de causar a invalidade do *sandbagging*. A partir desta análise, será possível fazer algumas reflexões sobre como o contexto negocial e os comportamentos adotados pelo comprador exercem impactos significativos na aplicabilidade desta cláusula.

Por fim, o precedente *CBS v. Ziff-Davis Publ. Co.* será reexaminado a partir destes pressupostos normativos traçados com base no ordenamento jurídico nacional.

4.1 O princípio da boa-fé objetiva

No presente estudo, a boa-fé será analisada enquanto princípio contratual, razão pela qual a análise deste instituto perpassa pela compreensão da teoria geral dos contratos e de seus valores essenciais, quais sejam a sociabilidade, a operabilidade e a eticidade.

De forma resumida, a sociabilidade se manifesta por meio da prevalência de certos valores coletivos ou sociais em face dos valores individuais. Já a operabilidade se relaciona à elasticidade do ordenamento jurídico que, por meio de cláusulas gerais e conceitos indeterminados, permite que os termos contratuais sejam pactuados em conformidade com o caso concreto e interesses econômicos de cada uma das partes¹⁵⁰.

Por fim, a eticidade se expressa por intermédio do princípio da boa-fé objetiva que determina os *standards* de correção, lealdade e probidade que devem ser adotados pelos sujeitos de uma relação jurídica¹⁵¹.

Nesse sentido, uma vez que o valor da eticidade está diretamente relacionado à boa-fé em seu aspecto objetivo, cabe traçar breve distinção entre a boa-fé objetiva e a boa-fé subjetiva.

¹⁵⁰ SABADIN, Mariana Guerra. **Autonomia Privada e Licença para Mentir - uma Investigação sobre a Possibilidade de Limitação Contratual de Responsabilidade por Dolo**. Dissertação de Mestrado (Mestrado em Direito) Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas. São Paulo, 2015, 69.

¹⁵¹ *Ibid.*, p. 69.

Em linhas gerais, a expressão boa-fé subjetiva indica uma situação de fato que representa uma ideia naturalista da boa-fé que se contrapõe a noção de má-fé, tratando-se, portanto, de um estado psicológico¹⁵².

Já a boa-fé objetiva não indica um estado de fato ou uma crença subjetiva, mas sim um modelo jurídico, um *standard* de comportamento que deve ser observado pelas partes nas relações obrigacionais, uma norma que aponta uma situação ideal de coisas¹⁵³.

Nesse sentido, a boa-fé objetiva pode ser interpretada tanto como um princípio contratual, quanto como uma cláusula geral. Em breve síntese, os princípios se diferenciam das cláusulas gerais, haja vista que, enquanto aqueles fazem referência direta a um valor, estas últimas auxiliam, direta ou indiretamente, no preenchimento de lacunas de outras instâncias normativas¹⁵⁴.

Assim, atuando como princípio, a boa-fé objetiva possui grande abertura semântica e valorativa, funcionando como uma norma com conteúdo material próprio que será utilizada, a partir de uma análise axiológica feita pelo intérprete ou aplicador deste instituto¹⁵⁵.

Já como cláusula geral, a boa-fé objetiva atua em consonância com o valor da operabilidade do direito dos contratos, de modo que a intensidade de sua aplicação irá variar de acordo com as particularidades de cada caso concreto e com a função por ela exercida¹⁵⁶.

No ordenamento jurídico brasileiro, a boa-fé objetiva, seja interpretada como princípio, seja interpretada como cláusula geral, foi positivada nos artigos 113, 187 e 422 do Código Civil¹⁵⁷⁻¹⁵⁸.

Em relação às funções da boa-fé objetiva, Judith Martins-Costa aponta três direcionamentos deste instituto que pode agir como: i) um norte geral para a cooperação intersubjetiva existente em toda e qualquer relação obrigacional; ii) um cânone hermenêutico e

¹⁵² MARTINS-COSTA, Judith. **A Boa-fé no Direito Privado: Critérios Para a sua Aplicação**. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2018, p. 281-282.

¹⁵³ MARTINS-COSTA, *Op. cit.*, p. 279-280.

¹⁵⁴ MARTINS-COSTA, *Op. cit.*, p. 169.

¹⁵⁵ RIBEIRO, Joaquim de Sousa. **O Controle do Conteúdo dos Contratos: Uma Nova Dimensão da Boa-Fé**. Revista da Faculdade de Direito UFPR, v. 42, 2005, p. 3.

¹⁵⁶ SABADIN, Mariana Guerra. **Autonomia Privada e Licença para Mentir - uma Investigação sobre a Possibilidade de Limitação Contratual de Responsabilidade por Dolo**. Dissertação de Mestrado (Mestrado em Direito) Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas. São Paulo, 2015, 70.

¹⁵⁷ Art. 113. do Código Civil: Os negócios jurídicos devem ser interpretados conforme a boa-fé e os usos do lugar de sua celebração.

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

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

¹⁵⁸ SABADIN, Mariana Guerra. *Op. cit.*, 69.

integrativo das práticas negociais e, por fim, iii) uma baliza no exercício de direitos e posições jurídicas subjetivas, caracterizando a noção de licitude/ilicitude civil (função corretiva)¹⁵⁹.

No que tange as duas primeiras funções, consagradas nos artigos 113 e 422 do Código Civil, destaca-se que os mandamentos cardeais da boa-fé objetiva se estendem aos mais variados ramos do direito, podendo, inclusive, serem utilizados para o preenchimento de lacunas contratuais, haja vista que tais preceitos são embasados nos usos e costumes legais¹⁶⁰.

Especificamente no caso da função corretiva, pode-se evidenciar duas “sub-funções”. Inicialmente, a boa-fé objetiva auxiliará no processo de adequação das condutas do titular de direitos ao conceito de licitude (artigo 187 do Código Civil), impedindo o exercício desleal, imoderado ou irregular de certas faculdades¹⁶¹.

Para além disso, a função corretiva também é essencial para ajustar o conteúdo estipulado pelos contratantes, exercendo, em alguma medida, uma espécie de controle contratual. Essa sub-função ganha destaque nos contratos de adesão, em que as partes não possuem igualdade de condições para negociar as cláusulas contratuais¹⁶²⁻¹⁶³.

Considerando que uma das principais funções da boa-fé objetiva é estabelecer padrões de comportamento probo, ético e leal no exercício de direitos subjetivos, a conduta das partes em uma relação contratual deve respeitar certos deveres que nascem a partir destes *standards*.

Estes referidos deveres podem ser repartidos em deveres anexos ou instrumentais, os quais estão inseridos no contrato juntamente aos interesses da prestação principal, e os deveres de proteção, que visam resguardar as partes contra eventuais danos decorrentes da relação obrigacional¹⁶⁴. Dentre estes deveres, frisa-se o dever de cooperação e lealdade contratual e o dever de informar.

¹⁵⁹ MARTINS-COSTA, Judith. **Os Campos Normativos da Boa-Fé Objetiva: As Três Perspectivas do Direito Privado Brasileiro**. Estudos de Direito do Consumidor, n. 6, p. 85-128, 2008, p. 399.

¹⁶⁰ SABADIN, Mariana Guerra. **Autonomia Privada e Licença para Mentir - uma Investigação sobre a Possibilidade de Limitação Contratual de Responsabilidade por Dolo**. Dissertação de Mestrado (Mestrado em Direito) Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas. São Paulo, 2015, 71-72.

¹⁶¹ MARTINS-COSTA, Judith. **A Boa-fé no Direito Privado: Critérios Para a sua Aplicação**. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2018, p. 625.

¹⁶² RIBEIRO, Joaquim de Sousa. **O Controle do Conteúdo dos Contratos: Uma Nova Dimensão da Boa-Fé**. Revista da Faculdade de Direito UFPR, v. 42, 2005, p. 13-16.

¹⁶³ Nesse sentido, defende Judith Martins-Costa: “Já se sabe que, em face dos contratos entre iguais, ou paritários, é mais extenso o campo de exercício da autonomia privada e menos extenso o poder corretivo externo. Nessa hipótese, a boa-fé age, primacialmente, como norma de cooperação, lealdade e probidade a incidir nos modelos negociais formatados pela autonomia privada por parte de sujeitos que podem - jurídica e faticamente - exercer em razoável grau, a liberdade de dispor sobre o seu próprio patrimônio, inclusive modelando em formas atípicas o conteúdo do contrato. As regras legais são majoritariamente dispositivas e supletivas, embora incidam nos particulares vínculos contratuais, também, as normas cogentes e imperativas”. MARTINS-COSTA, *Op. cit.*, 2018, p. 628.

¹⁶⁴ MARTINS-COSTA, *Op. cit.*, 2018, p. 573.

Em síntese, o dever de lealdade contratual estabelece a cooperação entre contratantes, a fim de permitir o alcance do adimplemento satisfatório da obrigação (artigo 422 do Código Civil)¹⁶⁵.

Já a delimitação do dever de informar, pensando-se nas relações contratuais, e especialmente na cláusula *sandbagging*, é uma tarefa extremamente complexa, tendo em vista que os contornos e limites deste dever serão definidos a partir do exame do caso concreto.

Inicialmente, é necessário pontuar que os deveres informativos podem ser classificados tanto como deveres anexos, quanto como deveres de proteção. Serão caracterizados como deveres instrumentais nas hipóteses em que o repasse de certas informações visa atingir determinado resultado que é desejado pela obrigação principal ou por algum dever de prestação secundário¹⁶⁶. Por exemplo, quando o vendedor repassa certas informações sobre as qualidades da *target*, a fim de auxiliar o comprador a mensurar os riscos da aquisição da sociedade objeto da operação.

Quando o dever de informar estiver alocado na fase pré-contratual, ele pode ser considerado como um dever de proteção. Isso porque, na fase pré-contratual, a troca de informações é importante para a formação do consentimento informado das partes, possibilitando, portanto, a adequada alocação de riscos entre os contratantes e a criação de projeções acerca do negócio¹⁶⁷.

Portanto, durante as tratativas do contrato, é fundamental que as partes de forma diligente, e dentro dos esforços razoáveis, busquem se informar e solicitem informações da contraparte, justamente a finalidade de melhor compreender as obrigações que pretendem assumir¹⁶⁸.

Assim, a extensão e conteúdo do dever de informar serão consideravelmente alterados a partir da análise do contrato em questão e após a verificação das condições de paridade, ou não, entre os contratantes.

Feitas estas considerações iniciais sobre a boa-fé objetiva e os deveres que decorrem dela, pode-se dizer que é possível traçar um *standard* de conduta esperada pelas partes em uma relação obrigacional.

¹⁶⁵ MARTINS-COSTA, Judith. **A Boa-fé no Direito Privado: Critérios Para a sua Aplicação**. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2018, p. 574.

¹⁶⁶ MARTINS-COSTA, *Op. cit.*, p. 580.

¹⁶⁷ *Ibid.*, p. 580.

¹⁶⁸ MARTINS-COSTA, *Op. cit.*, p. 590-591.

Portanto, nas fusões e aquisições espera-se que comprador e vendedor operem de forma cooperativa e leal em prol do fechamento da operação, e que ao longo desse processo, as partes compartilhem as informações necessárias para o adimplemento satisfatório do negócio.

Contudo, nem sempre os envolvidos em uma relação contratual irão adotar as posturas esperadas, pautando sua atuação em conformidade com a boa-fé objetiva.

Nesse sentido, a doutrina jurídica sistematizou alguns comportamentos desleais que podem ser adotados uma relação contratual, em contrariedade à boa-fé objetiva, quais sejam, o *venine contra factum proprium*, a vedação do benefício pela própria torpeza, o *tu quoque* e a *supressio e surrectio*.

O *venire contra factum proprium* é definido como o exercício de uma posição jurídica que contrapõe/contradiz um comportamento anteriormente exercido pela parte. Ou seja, nesse tipo de comportamento desleal são necessárias duas condutas, uma primeira que cria na contraparte uma legítima expectativa sobre certo fato ou prestação, e uma conduta subsequente que frustra a confiança que a contraparte tinha acerca do acontecimento deste fato ou prestação¹⁶⁹⁻¹⁷⁰.

Também é considerado um comportamento desleal a hipótese em que uma das partes, de forma maliciosa, viola deveres contratuais e tenta, em seguida, ser beneficiada por sua própria torpeza ou dolo¹⁷¹. Então, nesse caso, o fulcro da vedação está no elemento subjetivo da conduta. Por exemplo, não pode um indivíduo tentar se beneficiar da validade de um contrato ou cláusula e, em seguida, de forma torpe, alegue a nulidade destas mesmas disposições¹⁷².

¹⁶⁹ MARTINS-COSTA, Judith. **A Boa-fé no Direito Privado: Critérios Para a sua Aplicação**. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2018, p. 674-675.

¹⁷⁰ Cf. Judith Martins-Costa: “Não basta alegar e demonstrar que o comportamento da parte *ex adversa* foi incoerente. A configuração da figura carece da observância de requisitos, ou pressupostos de aplicação. São eles: (i) a ação de uma pessoa da qual se segue um benefício para alguém; (ii) a contrariedade a essa ação, em desfavor daquele a quem fora criado o benefício, por meio de outra ação do mesmo agente; (iii) a conexão entre as condutas contraditórias, entre si e com o inconformismo que a contradição gera no lesado; (iv) o investimento de confiança por parte do suposto lesado, sendo esse investimento de confiança traduzido em atos ou atividades; (v) o fato de a contraparte exercer alguma atividade posterior em razão da confiança que nela foi gerada, em geral ocasionando um dano, atual ou potencial, para o lesado, por ter confiado, legitimamente, na primeira conduta; (vi) a não vinculabilidade obrigacional do *factum proprium*; (vii) a ausência de motivo justo para a mudança no comportamento; (viii) a deslealdade implicada no voltar atrás, lesando a confiança legítima investida; e (ix) a imputabilidade do ato a quem, deslealmente voltou atrás”. MARTINS-COSTA, *Op. cit.*, p. 679-680.

¹⁷¹ MARTINS-COSTA, *Op. cit.*, p. 689.

¹⁷² Exemplificando, não pode a parte que ingressou num procedimento arbitral com o intuito de obter vantagens, após decisão que não lhe é favorável, pleitear a nulidade da cláusula compromissória. Ou seja, não pode se valer da validade da cláusula compromissória quando acredita ser beneficiada e depois alegar a sua nulidade, porque a sentença arbitral não atendeu a seus interesses. STJ. SEC 3709/EX. Corte Especial. Relator in. Teori Albino Zavascki. Julgamento em 14/06/2012. DJ de 29/06/2012.

Observe-se que esse instituto se distingue da vedação ao comportamento contraditório, porque a parte que descumpriu as obrigações legais ou contratuais não gerou na contraparte nenhuma confiança legítima sobre certos fatos ou prestações.

A regra do *tu quoque* também tem por finalidade evitar que o sujeito que descumpriu norma jurídica exija que a contraparte a cumpra. A diferença entre este comportamento e a proibição do benefício pela própria torpeza é sutil, uma vez que, no caso do *tu quoque* não é necessário que a violação contratual ou legal seja realizada com malícia¹⁷³.

O mais famoso exemplo deste comportamento desleal é conhecido como *exceção do contrato não cumprido*, em que o contratante que descumpre uma das disposições contratuais não pode exigir que a contraparte cumpra as obrigações que assumiu no instrumento contratual, haja vista a violação na estrutura sinalagmática do contrato¹⁷⁴.

Por fim, têm-se as figuras da *supressio* e *surrectio* que, na maioria das vezes, se manifestam de forma concomitante.

A *supressio* surge a partir do não uso de um direito subjetivo, em uma relação contratual, por um determinado intervalo de tempo. O não exercício dessa faculdade pode criar na contraparte, a quem poderia se dirigir o titular do direito, a confiança na estabilidade da situação. Dessa forma, o exercício posterior do direito pelo titular tem por consequência a quebra da confiança gerada, surpreendendo de forma desleal a contraparte que havia acreditado na permanência deste novo cenário¹⁷⁵⁻¹⁷⁶.

Destaca-se que a *supressio* não deve ser confundida com os institutos da prescrição, decadência ou renúncia tácita, tratando-se de uma situação excepcionalíssima que depende da interpretação judicial para se materializar, motivo pelo qual, inclusive, não há um prazo específico para a sua consumação¹⁷⁷.

No que tange à *surrectio*, esta pode surgir a partir da *supressio*, tratando-se, portanto, de uma hipótese em que ocorre o surgimento de um direito contratual que não foi previsto

¹⁷³ MARTINS-COSTA, Judith. **A Boa-fé no Direito Privado: Critérios Para a sua Aplicação**. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2018, p. 703.

¹⁷⁴ Art. 476. do Código Civil: Nos contratos bilaterais, nenhum dos contratantes, antes de cumprida a sua obrigação, pode exigir o implemento da do outro.

¹⁷⁵ MARTINS-COSTA, Judith. *Op. cit.*, p. 710, 711 e 716.

¹⁷⁶ Nesse sentido, Judith Martins-Costa, referenciado a tríade criada por Humberto Ávila, aponta três pressupostos para a ocorrência da *supressio*: i) a inércia do titular do direito ao longo do decurso do tempo; ii) a imputabilidade do não exercício da conduta ao titular do direito, ou seja, o titular é responsável por sua própria passividade; e iii) a protetividade, que justifica a confiança do devedor da prestação no não exercício da faculdade pelo titular MARTINS-COSTA, *Op. cit.* p. 714-715.

¹⁷⁷ MARTINS-COSTA, *Op. cit.*, p. 711-713.

originalmente na minuta, diante do comportamento reiterado das partes no sentido da assunção desse benefício¹⁷⁸.

Exemplificando, visualiza-se um caso de *supressio* e *surrectio*, quando em um contrato de locação, o locador, por um longo período de tempo, permite que o locatário deposite o valor do aluguel no vigésimo dia do mês, apesar da minuta prever que o pagamento deve ser realizado até o quinto dia de todo o mês.

Nesse exemplo, caso o locador exija o pagamento na data estabelecida no contrato, estará, de forma desleal, surpreendendo o locatário que confia na estabilidade da nova situação que se criou (pagamento do aluguel no vigésimo dia do mês), o que justifica a supressão deste direito do locador (*supressio*). Do mesmo modo, surgiu para o locatário o direito subjetivo de pagar o aluguel na data de costume e não no prazo contratual (*surrectio*).

A compreensão dos institutos descritos acima é fundamental quando se pensa na adequação do *sandbagging* ao ordenamento jurídico brasileiro. Isso porque, para além de demonstrar que a negociação desta cláusula em contratos de aquisição de participação societária está em conformidade com a boa-fé objetiva, também deve-se demonstrar que a conduta permitida pela referida cláusula não se enquadra em nenhuma das hipóteses de comportamentos desleais.

Em primeiro lugar, a cláusula *sandbagging* não permite a perpetuação de um comportamento contraditório, haja vista que, por se tratar de uma disposição que foi inserida no contrato com a anuência das partes, o comprador tem a possibilidade e um justo motivo para exercer o direito prescrito na minuta, não havendo porque se falar na criação de uma legítima expectativa do vendedor no sentido de que esta ferramenta contratual não seria utilizada¹⁷⁹.

Em relação à proibição do benefício pelo comportamento torpe e ao *tu quoque*, também não é possível visualizar, aprioristicamente, que o *sandbagging* se enquadra como uma destas figuras. Isso porque estes dois institutos pressupõem que a parte que violou determinada disposição contratual, com má-fé no caso da vedação ao benefício pela própria torpeza, busca aferir vantagens com base neste mesmo contrato.

Ocorre que, por ser a cláusula *sandbagging* uma disposição contratual que autoriza que o comprador adote certo comportamento, a sua utilização não pode ser interpretada como uma violação ao contrato.

¹⁷⁸ MARTINS-COSTA, Judith. **A Boa-fé no Direito Privado: Critérios Para a sua Aplicação**. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2018, p. 722-723.

¹⁷⁹ MARTINS-COSTA, *Op. cit.*, 2018, p. 679.

Por fim, no que tange à *supressio* e a *surrectio*, também não é possível falar que a cláusula *sandbagging* se confunde com estes comportamentos desleais, haja vista que a possibilidade do comprador de pleitear a indenização pela quebra das declarações e garantias após o fechamento do negócio não se enquadra como o não exercício de uma faculdade, mas sim como o exercício da conduta prescrita no momento estipulado pela própria disposição contratual.

Nesse sentido, não há a criação de uma situação jurídica estável, na qual o vendedor pode confiar na manutenção. Logo, não existindo este cenário de estabilidade, não é possível também que surja para o vendedor o direito subjetivo de exigir que a cláusula *sandbagging* não seja utilizada.

Assim, observa-se que a cláusula *sandbagging*, *a priori*, não se confunde e também não perpetua a realização de comportamentos desleais. Dessa forma, pensando na eficácia deste instituto no Brasil, o exame da compatibilidade dessa disposição com a boa-fé objetiva e com os demais deveres decorrentes deste princípio, dependerá de uma análise concreta do contexto negocial, do momento de inserção da cláusula no contrato e da conduta adotada pelas partes ao longo da operação.

Por fim, no que tange a inobservância do princípio da boa-fé objetiva nas relações contratuais, podem ser mencionadas duas consequências jurídicas distintas, que podem atingir o plano da eficácia ou o plano da validade do negócio jurídico¹⁸⁰.

Seguindo a lição de Antônio Junqueira de Azevedo, a teoria do fato jurídico, quando aplicada aos negócios jurídicos, deve observar certos elementos (plano da existência), requisitos (plano da validade) e fatores de eficácia (plano da eficácia)¹⁸¹.

Em suas funções hermenêutico-integrativa e norteadora, a boa-fé objetiva estabelece deveres anexos (*standards* comportamentais) que, quando não observados, prejudicam o

¹⁸⁰ Cf. Marcos Bernardes de Mello: “Foi um pouco além: no seu art. 422 criou regra de conduta segundo a qual os contratantes são obrigados a guardar, assim na conclusão do contrato, como em sua execução, os princípios de probidade e boa-fé, mas não imputou consequências em relação à validade e à eficácia para a hipótese de se rem desatendidos”. MELLO, Marcos Bernardes de. **Teoria do Fato Jurídico: Plano da Validade**. 12. ed. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 124.

¹⁸¹ Cf. Antônio Junqueira de Azevedo: “[...] portanto, elemento é tudo aquilo de que algo mais complexo se compõe (pense-se nos elementos simples, ou puros, da química), que, por outro lado, requisitos (de *requirere*, requerer, exigir) são condições, exigências, que se devem satisfazer para preencher certos fins, e, finalmente, que fatores é tudo que concorre para determinado resultado, sem propriamente dele fazer parte, temos que o negócio jurídico, examinado no plano da existência, precisa de elementos, para existir; no plano da validade, de requisitos, para ser válido; e, no plano da eficácia, de fatores de eficácia, para ser eficaz”. AZEVEDO, Antônio Junqueira de. **Negócio Jurídico: Existência, Validade e Eficácia**. 4. ed. São Paulo: Editora Saraiva, 2002, p. 29-30.

adimplemento satisfatório da obrigação principal, atingindo diretamente a eficácia do contrato¹⁸².

Nesse sentido, os comportamentos desleais afetam primordialmente o plano da eficácia do negócio jurídico, impedindo que a parte que violou deveres legais ou contratuais exija o adimplemento da contraparte, ou utilize do seu próprio descumprimento de disposição legal ou contratual com a finalidade de beneficiar a si mesma¹⁸³.

Já em sua função corretora, a boa-fé objetiva poderá atuar, de forma residual e restrita, como uma ferramenta de controle de validade do conteúdo contratual¹⁸⁴.

No entanto, enquanto regra comportamental, a boa-fé objetiva não atuará diretamente no plano da validade, apenas potencializando a eficácia de outras figuras normativas que podem conduzir a anulabilidade do contrato¹⁸⁵.

Tal situação pode ser evidenciada no dolo por omissão informativa, hipótese em que, a não observância do dever de informar na fase pré-contratual por uma das partes, terá por consequência o vício na formação do consentimento da contraparte¹⁸⁶. Nesse cenário, o dolo, assim como o erro¹⁸⁷, a coação, a lesão, o estado de perigo ou a fraude contra credores poderão funcionar como causa de anulabilidade do negócio jurídico¹⁸⁸, se essencial. Tratando-se de dolo omissivo acidental, podem as partes pleitear ressarcimento por intermédio de alegação de perdas e danos¹⁸⁹.

¹⁸² FERREIRA, Jussara Borges et al. **A Funcionalização da Boa-Fé Objetiva e os Planos do Fato Jurídico**. IN: Brazilian Journal of Development, v. 6, n. 11, p. 88145-88162, 2020, p. 88160-88161.

¹⁸³ MARTINS-COSTA, Judith. **A Boa-fé no Direito Privado: Critérios Para a sua Aplicação**. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2018, p. 674.

¹⁸⁴ *Ibid.*, p. 674.

¹⁸⁵ Cf. Judith Martins-Costa: “Em síntese: fora da hipótese do art. 51, inc. IV, do Código de Defesa do Consumidor, o princípio da boa-fé não age diretamente no plano da validade, senão de forma residual, embora possa atuar no plano hermenêutico (via análise da conduta) para potencializar determinadas eficácias legalmente previstas a outras figuras, como no caso do dolo por omissão informativa (Código Civil, art. 147) que pode conduzir ou à anulabilidade (quando configurado o dolo essencial) ou à satisfação das perdas e danos, sem declaração de invalidade (quando caracterizado o dolo acidental), hipótese que se reconduz aos esquemas ressarcitórios. Mas, em ambos os casos, estará em causa, primariamente, o dolo, não a boa-fé objetiva. Para ter-se a invalidade, o que se terá de comprovar é o dolo, e não o incumprimento de dever lateral, pois, neste último caso, a consequência será a indenização por culpa *in contrahendo*”. MARTINS-COSTA, *Op. cit.*, p. 636.

¹⁸⁶ Art. 147. do Código Civil: Nos negócios jurídicos bilaterais, o silêncio intencional de uma das partes a respeito de fato ou qualidade que a outra parte haja ignorado, constitui omissão dolosa, provando-se que sem ela o negócio não se teria celebrado.

Art. 145. do Código Civil: São os negócios jurídicos anuláveis por dolo, quando este for a sua causa.

¹⁸⁷ A ausência de boa-fé, em seu aspecto subjetivo, ou má-fé, pode ser interpretada como uma causa de invalidade do negócio jurídico, se assemelhando à figura do erro. MELLO, Marcos Bernardes de. **Teoria do Fato Jurídico: Plano da Validade**. 12. ed. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 125. Como o foco deste trabalho é a boa-fé objetiva, esta hipótese de invalidação dos contratos não será aprofundada.

¹⁸⁸ Art. 171. do Código Civil: Além dos casos expressamente declarados na lei, é anulável o negócio jurídico: II - por vício resultante de erro, dolo, coação, estado de perigo, lesão ou fraude contra credores.

¹⁸⁹ Art. 146. do Código Civil: O dolo acidental só obriga à satisfação das perdas e danos, e é acidental quando, a seu despeito, o negócio seria realizado, embora por outro modo.

No exemplo acima, observa-se, portanto, que apesar da inobservância do dever de informar por um dos contratantes, a anulabilidade do negócio jurídico se dará pelo dolo omissivo essencial.

Portanto, feitas algumas considerações sobre a boa-fé objetiva, que serão relevantes para análise do caso *CBS v. Ziff-Davis Publ. Co.* neste capítulo, passa-se para análise do dolo, outro instituto jurídico que será de extrema importância para a compatibilização da cláusula *sandbagging* com o ordenamento jurídico brasileiro.

4.2 O dolo na inserção da cláusula *sandbagging* no contrato de compra e venda de ações/quotas

O instituto jurídico do dolo está diretamente atrelado a má-fé de uma das partes em uma negociação que, por meio de ardis, deseja obter determinada vantagem sobre a outra. Nessa breve introdução sobre o dolo é possível identificar semelhanças com a denominação do termo *sandbagging*¹⁹⁰, nomenclatura que também está relacionada a uma conduta maliciosa.

Diante disso, é fundamental pontuar que a cláusula *sandbagging*, quando considerada em abstrato, não permite ou privilegia comportamentos desonestos. Tal cláusula, como qualquer outro mecanismo contratual, funciona como uma ferramenta de alocação de riscos.

Contudo, nada impede que as disposições constantes no contrato sejam inseridas na minuta a partir de uma percepção equivocada da realidade. Ou seja, ainda que a cláusula *sandbagging* seja considerada válida abstratamente, nada impede que ela tenha sido pactuada a partir de um vício de consentimento, fato que pode levar à sua invalidade.

Dito isso, inicialmente, cabe destacar o motivo pelo qual apenas o dolo será analisado enquanto possível vício na formação do consentimento dos contratantes que optam por incluir cláusula *sandbagging* no contrato.

Isso porque, considerando-se as demais figuras dos vícios de consentimento previstos no Código Civil, focar-se-á no debate sobre o dolo do comprador, que é a hipótese mais factível em uma operação de F&A, em que se discuta a aplicação do *sandbagging*.

Nesse sentido, o estado de perigo, a lesão e a coação pressupõem a existência de um cenário de vulnerabilidade, inexperiência ou submissão, relativa ou absoluta, de um dos contratantes em relação ao outro, o que não é esperado em uma negociação de fusões e aquisições.

¹⁹⁰ V. o tópico 2.5 do Capítulo 2.

No que tange ao erro, este também não é cabível no caso de discussão da validade da cláusula *sandbagging*, uma vez que o erro diz respeito a uma percepção falsa sobre um evento atual ou passado que vicia a formação da vontade de um dos contratantes¹⁹¹. Assim, como o erro tem por pressuposto o engano espontâneo das partes sobre determinada situação, não é factível que as partes “por um engano voluntário acerca de determinado fato” decidam inserir uma cláusula *sandbagging* em um contrato de aquisição de participação societária.

Por fim, também não se trata de hipótese de fraude contra credores, haja vista que a cláusula *sandbagging* não é inserida em um contrato com a finalidade de burlar o direito subjetivo do credor de receber o pagamento.

No caso do *sandbagging*, considerando-se o funcionamento desta cláusula, é necessário analisar o dolo, especificamente, em sua modalidade informativa, bem como as demais classificações atreladas a este instituto jurídico.

Feitas essas explicações iniciais, retorna-se a análise do dolo que, na lição do professor Tercio Sampaio Ferraz Júnior, pode ser definido como a intencionalidade que um dos contratantes tem em gerar no outro uma percepção defeituosa da realidade ou de determinada situação, ou seja, é o emprego da vontade para iludir¹⁹².

Diante disso, podem ser destacados dois elementos essenciais do dolo, quais sejam: i) a utilização de artifícios por uma das partes com a finalidade de induzir a outra em erro; e ii) o *animus decipiendi* do enganador (intenção de enganar)¹⁹³.

Nesse sentido, o dolo informativo pode ser definido como o conjunto de manobras adotadas pelo contratante de má-fé que, com o objetivo de enganar a outra parte, omite intencionalmente determinados fatos e circunstâncias ou repassa certas informações sabendo que estas não são verdadeiras, contrariando os deveres informativos estabelecidos pelo princípio da boa-fé objetiva¹⁹⁴.

No que tange ao momento do dolo, este pode ser dividido como dolo antecedente, se verificado durante as negociações contratuais, dolo contemporâneo, se ocorre no momento de

¹⁹¹ FERRAZ JUNIOR, Tercio Sampaio. **Erro e Dolo Enquanto Defeitos do Negócio Jurídico**. IN: Direito Societário, Mercado de Capitais, Arbitragens e outros temas: Homenagem a Nelson Eizirik, v. 3. São Paulo: Quartier Latin, 2020, p. 810.

¹⁹² FERRAZ JUNIOR, *Op. cit.*, p. 811.

¹⁹³ GREZZANA, Giacomo. **A Cláusula de Declarações e Garantias em Alienação de Participação Societária**. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 384.

¹⁹⁴ MARTINS-COSTA, Judith. **Os Regimes de Dolo Civil no Direito Brasileiro: Dolo Antecedente, Vício Informativo por Comissão e Omissão, Dolo Acidental e Dever de Indenizar**. IN: Revista dos Tribunais. v. 923, p. 115-143, São Paulo: Revista dos Tribunais, 2012, p. 117.

assinatura do contrato, e, por fim, dolo superveniente por infração do contrato, que ocorre após a conclusão do negócio¹⁹⁵.

Além disso, o dolo também pode ser classificado a partir da conduta adotada pelo indivíduo que age de má-fé, como dolo comissivo ou omissivo. O dolo comissivo, ou positivo, é aquele em que uma contratante induz o outro em erro por intermédio de uma ação. Já o dolo omissivo, ou negativo, decorre da falta de um ato, por ter uma das partes deixado de fazer algo a fim de enganar a contraparte¹⁹⁶.

Transplantando essa lógica para o dolo informativo, o dolo comissivo de uma das partes pode ser verificado na transmissão mentirosa de fatos sobre a sociedade alvo. Em contraponto, o dolo omissivo pode ser constatado na hipótese de não repasse de informações sobre as qualidades da *target* com objetivo de manter o comprador em uma falsa percepção do negócio.

Por fim, o dolo também pode ser classificado como dolo essencial ou dolo acidental. O dolo essencial ocorre quando há um vício na formação do consentimento da parte prejudicada, de modo que o negócio não teria sido concluído, se não fosse a conduta astuciosa adotada por pela contraparte¹⁹⁷.

Por outro lado, no dolo acidental, apesar de não haver um vício na formação do consentimento da parte lesada, verifica-se que o contrato teria sido assinado em outros termos, se não fosse a ação artilosa do outro contratante¹⁹⁸.

A compreensão das classificações do dolo, enquanto instituto, é importante, haja vista que estas espécies de dolo, quando analisadas individualmente ou conjugadas entre si, acarretarão diferentes consequências jurídicas.

Na análise da cláusula *sandbagging*, o dolo informativo em sua modalidade omissiva ganhará destaque, uma vez que o próprio funcionamento da referida cláusula permite que o comprador, sabendo da quebra das declarações e garantias, pleiteie indenização após o fechamento do negócio.

Nesse sentido, é importante compreender em que medida o comprador, ciente da possível falsidade de uma das representações deve, ou não, repassar para o vendedor esse conhecimento ou suspeita, sob pena de contrariar os deveres informativos decorrentes da boa-

¹⁹⁵ MARTINS-COSTA, Judith. **Os Regimes de Dolo Civil no Direito Brasileiro: Dolo Antecedente, Vício Informativo por Comissão e Omissão, Dolo Acidental e Dever de Indenizar**. IN: Revista dos Tribunais. v. 923, p. 115-143, São Paulo: Revista dos Tribunais, 2012, p. 116-117.

¹⁹⁶ FERRAZ JUNIOR, Tercio Sampaio. **Erro e Dolo Enquanto Defeitos do Negócio Jurídico**. IN: Direito Societário, Mercado de Capitais, Arbitragens e outros temas: Homenagem a Nelson Eizirik, v. 3. São Paulo: Quartier Latin, 2020, p. 812.

¹⁹⁷ GREZZANA, Giacomo. **A Cláusula de Declarações e Garantias em Alienação de Participação Societária**. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 350.

¹⁹⁸ FERRAZ JUNIOR, *Op. cit.*, p. 811-812.

fé. E, em última análise, se o comprador tiver encoberto determinado fato com o intuito de iludir a contraparte, poderá ser constatado o dolo informativo por omissão.

Para além disso, deve-se analisar em que momento do contrato ocorreu tal omissão informativa. Tratando-se da classificação temporal do dolo, tanto o dolo antecedente quanto o dolo contemporâneo são considerados vícios capazes de prejudicar o consentimento das partes e, por consequência, invalidar uma disposição contratual, enquanto isso, o dolo superveniente por infração do contrato, atinge apenas o plano da eficácia e não o plano da validade do negócio jurídico¹⁹⁹.

Contudo, especificamente no caso do dolo informativo omissivo, apenas o dolo antecedente é capaz de viciar o consentimento das partes e, conseqüentemente, levar a anulabilidade do contrato²⁰⁰.

Assim, pode-se concluir que o dolo informativo omissivo antecedente pode levar a invalidade de uma disposição contratual. Contudo, para averiguar se há uma hipótese de anulabilidade da minuta ou de uma de suas cláusulas, é preciso verificar se recaiu sobre o contrato dolo essencial ou acidental do indivíduo que agiu de má-fé.

Dito isso, o dolo essencial, por estar relacionado à causalidade da manifestação de vontade (artigo 145 do Código Civil), poderá ter por consequência a anulabilidade do negócio jurídico, que poderá ser cumulada com a indenização por perdas e danos²⁰¹⁻²⁰².

¹⁹⁹ Cf. Judith Martins-Costa: “Como defeito do negócio jurídico, o dolo se apresenta na fase antecedente de um negócio (dolo antecedente) e chega até o momento da conclusão contratual (dolo contemporâneo). A particularidade dessas espécies está em que a atividade do agente se desenvolve por meio da ação colaborativa do sujeito enganado, atingindo a sua liberdade de dispor. [...] Já o segundo (“dolo por infração a contrato”) é sempre superveniente ao contrato já concluído, configurando-se como uma violação ao ajuste pactuado e, como tal, atingindo o plano da eficácia, mas não o da validade. Conseqüentemente, se manifesto o dolo durante a execução do contrato, sua eficácia será normalmente indenizatória, pelo ilícito contratual”. MARTINS-COSTA, Judith. **Os Regimes de Dolo Civil no Direito Brasileiro: Dolo Antecedente, Vício Informativo por Comissão e Omissão, Dolo Acidental e Dever de Indenizar**. IN: Revista dos Tribunais. v. 923, p. 115-143, São Paulo: Revista dos Tribunais, 2012, 2012, p. 117.

²⁰⁰ Cf. Judith Martins-Costa: “Para a compreensão do dolo por defeito informativo, há de importar apenas o momento anterior ao contrato, abrangente do dolo causal (invalidante) e acidental, razão pela qual cabe menção mais aprofundada a estas espécies”. MARTINS-COSTA, *Op. cit.*, p. 117.

²⁰¹ Cf. Giacomo Grezzana: “O dolo essencial não coloca maiores dificuldades na alienação de participação societária. Caberá ao contratante enganado fazer prova de que não teria celebrado o negócio sem a indução artificiosa a erro”. GREZZANA, Giacomo. **A Cláusula de Declarações e Garantias em Alienação de Participação Societária**. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 351.

²⁰² Nesse sentido, pontua Giacomo Grezzana: “A redação do art. 146 não deve induzir ao engano de se achar que apenas no dolo acidental é cabível ação indenizatória. Se o dolo é essencial, o enganado pode cumular a anulação do negócio com a indenização. Se procedente a ação, a sentença ordenará a restituição das partes ao estado anterior + indenização, se houver dano. O enganado pode também abrir mão da anulação e pedir apenas indenização pelo dolo essencial (quem pode mais, pode menos). A diferença é que no dolo acidental o *deceptus* só pode pedir indenização, sem cumular com anulação”. GREZZANA, *Op. cit.*, p. 359.

Já no dolo accidental, a vontade de contratar não será afetada, de modo que se mantém o contrato firmado, mas os prejuízos decorrentes do dolo devem ser reparados por meio de perdas e danos²⁰³.

Por fim, com intuito de ampliar a discussão, destaca-se que, apesar do dolo essencial atuar como causa de anulabilidade do contrato, nada impede que as partes, utilizando-se do princípio da conservação dos negócios jurídicos, e respeitados os limites impostos pelos artigos 166, 169 e 172 do Código Civil²⁰⁴, sanem a regulamentação negocial defeituosa, renunciando ao direito de anulação do contrato^{205_206}.

Tal observação é relevante pois, em que pese a cláusula *sandbagging* tenha sido inserida no contrato em decorrência do dolo essencial de uma das partes, ainda assim, demonstrado o atendimento da função social do negócio, podem as partes retificar o defeito, declarando a invalidade apenas da cláusula, e confirmar os demais termos contratuais²⁰⁷.

Assim, concluídas as exposições sobre a boa-fé objetiva e o dolo, passa-se para análise do caso, oportunidade em que os conceitos desenvolvidos nestas seções anteriores serão aplicados, em conformidade com as premissas fáticas estabelecidas pelo precedente.

²⁰³ MARTINS-COSTA, Judith. **Os Regimes de Dolo Civil no Direito Brasileiro: Dolo Antecedente, Vício Informativo por Comissão e Omissão, Dolo Acidental e Dever de Indenizar**. IN: Revista dos Tribunais. v. 923, p. 115-143, São Paulo: Revista dos Tribunais, 2012, p. 120.

²⁰⁴ Art. 166. do Código Civil: É nulo o negócio jurídico quando: I - celebrado por pessoa absolutamente incapaz; II - for ilícito, impossível ou indeterminável o seu objeto; III - o motivo determinante, comum a ambas as partes, for ilícito; IV - não revestir a forma prescrita em lei; V - for preterida alguma solenidade que a lei considere essencial para a sua validade; VI - tiver por objetivo fraudar lei imperativa; VII - a lei taxativamente o declarar nulo, ou proibir-lhe a prática, sem cominar sanção.

Art. 169. do Código Civil: O negócio jurídico nulo não é suscetível de confirmação, nem convalesce pelo decurso do tempo.

Art. 172. do Código Civil: O negócio anulável pode ser confirmado pelas partes, salvo direito de terceiro.

²⁰⁵ Cf. Frederico Eduardo Zenedin Glitz: [...] a confirmação viabilizaria a conservação do contrato permitindo que os contratantes tenham a possibilidade de pensarem ou repensarem acerca de uma determinada regulamentação negocial defeituosa, em ordem de decidir se pretendem mantê-la ou excluí-la. Neste aspecto, manifestada tal intenção haveria, justamente, a renúncia ao direito de anulação do negócio, segundo o referido autor, sanando-se ou convalidando-se o contrato”. GLITZ, Frederico Eduardo Zenedin. **Favor Contractus: Alguns Apontamentos sobre o Princípio da Conservação do Contrato no Direito Positivo Brasileiro e no Direito Comparado**. IN: Revista do Instituto do Direito Brasileiro da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, v. 1, p. 475-542, 2013, p. 490-491. Ainda nesse sentido, v. artigo 184. do Código Civil: Respeitada a intenção das partes, a invalidade parcial de um negócio jurídico não o prejudicará na parte válida, se esta for separável; a invalidade da obrigação principal implica a das obrigações acessórias, mas a destas não induz a da obrigação principal.

²⁰⁶ Ainda nesse sentido: “Antônio Junqueira de Azevedo complementa: “O princípio da conservação, portanto, é a consequência necessária do fato de o ordenamento jurídico, ao admitir a categoria negócio jurídico, estar implicitamente reconhecendo a utilidade de cada negócio jurídico concreto. Sua aplicação se daria indistintamente nos três planos do negócio jurídico”. GLITZ apud. AZEVEDO, *Op. cit.*, p. 487.

²⁰⁷ Cf. Frederico Glitz: “Deve-se ressaltar, contudo, que, ainda que a intenção manifestada pelas partes seja de fulcral importância, é indispensável, para fins de manutenção do vínculo contratual, que este seja relevante e socialmente útil, de acordo com os critérios de atendimento da função social do instituto e de preenchimento das garantias constitucionalmente previstas”. GLITZ, *Op. cit.*, p.487.

4.3 Análise do caso a partir do ordenamento jurídico brasileiro

Com o objetivo de compatibilizar a cláusula *sandbagging* com o princípio da boa-fé objetiva e o regramento do dolo, parte-se para análise do caso *CBS v. Ziff-Davis Publ. Co.* Assim, serão estudados como o contexto negocial e as condutas adotadas pelas partes impactam na utilização da cláusula *sandbagging*, perpassando nessa análise tanto pelo plano da validade, quanto da eficácia do negócio jurídico.

No precedente em discussão, após iniciarem disputa acerca da exatidão das demonstrações financeiras da Ziff-Davis, as partes firmaram contrato complementar, no qual constava a cláusula *sandbagging*.

Nesse contexto, três pontos devem ser analisados com mais cautela: i) a CBS apenas pleiteou a inserção de direitos *pro-sandbagging* no *share purchase agreement* após a assinatura do SPA; ii) concluída a *due diligence*, a CBS informou à Ziff-Davis que suspeitava que as demonstrações contábeis não correspondiam à realidade e que, conseqüentemente, as declarações e garantias eram falsas; e iii) as informações que fizeram com que a CBS suspeitasse da veracidade das declarações e garantias foram obtidas a partir da *due diligence* dos documentos fornecidos pela Ziff-Davis.

Para melhor compreensão dos tópicos acima destacados, é necessário enfatizar algumas considerações já feitas sobre o dever de informar.

O dever de informar, enquanto consectário lógico da boa-fé objetiva, impõe que os contratantes comuniquem entre si fatos que sejam relevantes para a formação do consentimento informado e para a conclusão satisfatória do negócio para ambas as partes²⁰⁸.

Conforme pontuado anteriormente, em uma operação de F&A se deduz a existência de uma assimetria informacional entre vendedor e comprador, na qual o vendedor, por estar incluído da administração e no operacional da *target*, teria mais conhecimento sobre o funcionamento da sociedade alvo do que o comprador.

Contudo, o uso da cláusula *pro-sandbagging* pressupõe um cenário de inversão dessa assimetria informacional. Isso porque o comprador tem ciência sobre fatos que são desconhecidos ou ignorados pelo vendedor e que têm o potencial de tornar as declarações e garantias falsas.

²⁰⁸ Nesse sentido, o dever de informar está sendo considerado tanto como um dever de proteção, quanto como um dever anexo.

Diante disso, é evidente que a intensidade e a extensão do dever de informar são moduladas a partir da verificação do contexto da operação, da experiência e conhecimento das partes sobre o negócio, da finalidade econômica do contrato, dentre outras variáveis.

Além disso, o dever de informar deve ser mensurado levando em consideração o ônus de informar a si mesmo pertencente a cada um dos contratantes, posto que o dever de informar nasce na medida em que é esgotado o dever de autoinformação de cada uma das partes.

Feita essa contextualização inicial, serão examinadas as consequências jurídicas do momento em que ocorre a inclusão de direitos *sandbagging* no contrato.

No precedente em tela, a inserção a cláusula *sandbagging* ocorreu após a Compradora constatar uma possível quebra das declarações e garantias. A partir disso, a CBS comunicou este fato para a Ziff-Davis e ambas as contratantes anuíram com a inclusão da cláusula em minuta complementar.

Nesse sentido, observa-se que a CBS não omitiu a sua desconfiança sobre a falsidade das declarações e garantias. Pelo contrário, a Compradora, em face da possível violação do contrato, realizou o *disclosure* da eventual falsidade para a Vendedora e, a partir daí, as partes concordaram em estipular cláusula *sandbagging* no contrato.

Assim, considerando a omissão informativa dolosa, constata-se que este instituto não se aplica ao caso. Isso porque a CBS não omitiu nenhuma informação da Ziff-Davis, bem como a não agiu de modo a prejudicar o consentimento da Vendedora à cláusula *sandbagging* (dolo essencial) ou fazer com que termos em que o dispositivo foi alocado no contrato lhe fossem mais benéficos (dolo acidental).

Além disso, para que fosse possível alegar o dolo informacional em sua modalidade omissiva, também seria necessária a prova do elemento subjetivo do dolo pela Compradora (*animus decipiendi*). O que é de difícil comprovação, haja vista que a CBS agiu em conformidade aos deveres informativos da boa-fé objetiva ao comunicar a potencial quebra das declarações e garantias à Ziff-Davis, conforme será demonstrado a seguir.

No precedente em análise, a cláusula *sandbagging* foi incluída na minuta após o *disclosure* da Compradora sobre as imprecisões das demonstrações financeiras fornecidas pela Ziff-Davis.

Entretanto, imaginando-se um cenário em que no *share purchase agreement* assinado pelas partes já houvesse uma cláusula *sandbagging*, seria necessário que a Compradora informasse a sua suspeita acerca da violação das declarações e garantias para a Vendedora antes do fechamento da operação?

A discussão sobre a necessidade do *disclosure* do comprador sobre a falsidade das declarações e garantias é bastante relevante. Seguindo o entendimento dos professores Mariana Pargendler e Carlos Portugal Gouvêa, em um contexto negocial sério, é implausível que a compradora pleiteie indenização pela quebra de declarações e garantias que já sabia da falsidade, sem que este fato seja informado à contraparte antes da conclusão do contrato²⁰⁹.

Ou seja, ainda que já exista previsão contratual sobre *sandbagging* no SPA, em respeito ao princípio da boa-fé objetiva, é fundamental que o comprador divulgue o seu conhecimento ou suspeita sobre a falsidade das representações feitas pelo vendedor, a fim de preservar seu direito de pleitear indenização após o *closing* da operação.

Portanto, no cenário narrado acima, a cláusula *sandbagging* pode ser considerada válida e eficaz, haja vista que não foi inserida no contrato a partir do dolo do comprador e nem houve contradição com o princípio da boa-fé objetiva.

Diferente seria na hipótese em que o comprador, ciente da violação de umas das declarações e garantias feitas pelo vendedor e justamente a fim de obter indenização futura, solicita a inserção de cláusula *sandbagging* no SPA antes do fechamento do negócio, sem que tenha sido feito o *disclosure* da falsidade dessa representação para o vendedor.

Nesse caso, observa-se que haverá vício na formação do consentimento do vendedor à cláusula *sandbagging*, por conta do dolo informativo omissivo do comprador, que encobertou certas informações com o objetivo de obter vantagens patrimoniais por meio da indenização.

Nesse contexto, em que é possível verificar a omissão dolosa do comprador, a anulabilidade da cláusula ou do contrato dependem da aferição da essencialidade ou acessoriedade do dolo, pois apenas o dolo essencial pode gerar a invalidade de uma disposição contratual.

²⁰⁹ PARGENDLER, Mariana; PORTUGAL GOUVÊA, Carlos. **As Diferenças entre Declarações e Garantias e os Efeitos do Conhecimento do Adquirente (Sandbagging)**. IN: Direito Societário, Mercado de Capitais, Arbitragens e outros temas: Homenagem a Nelson Eizirik, v. 3. São Paulo: Quartier Latin, 2020, p.167. Ainda nesse sentido, defende Giacomo Grezzana: “A exceção a esta regra é a informação cuja falsidade o *deceptus* descobre antes de realizar o negócio. Quando a representação equivocada da realidade é desvelada antes de concluir-se o negócio, não será o dolo a sua causa eficiente. Mas aí não será falta de diligência do *deceptus* o problema, pois diligência terá havido; trata-se aí de falta de essencialidade do dolo, que não terá sido causa da celebração do negócio. Nem mesmo a cláusula de declarações e garantias pode manter a anulação por dolo de um negócio que não foi por ele ocasionado. Poderá haver tão somente tutela com base nos remédios previstos no contrato, não cabendo aqui nem mesmo indenização por dolo acidental. Não é incomum que as partes estipulem cláusula segundo a qual o prestador das declarações e garantias se responsabiliza mesmo por aquelas falsidades reveladas (grifo nosso) durante a fase de negociação (*sandbagging* provisions), mas mesmo aí se está a falar de remédios contratuais e não de erro ou dolo, pois o bem jurídico protegido pelo regime de invalidades está preservado: a vontade foi formada livre e conscientemente”. GREZZANA, Giacomo. **A Cláusula de Declarações e Garantias em Alienação de Participação Societária**. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 354.

Além disso, deve ser observada a vontade das partes que, considerando o princípio da conservação do negócio jurídico, podem optar apenas por sanar o vício, receber os valores decorrentes das perdas e danos e prosseguir com o contrato, desde que demonstrada a manutenção da utilidade do instrumento e da sua função social.

Dito isso, também deve ser considerado o contexto em que a CBS constatou a falsidade das demonstrações financeiras fornecidas pelas Ziff-Davis.

Conforme pontuado na síntese fática do caso, a Compradora soube da incorreção dos demonstrativos contábeis por meio da auditoria interna da Vendedora, sendo que a condução desta *due diligence* dos arquivos financeiros da Ziff-Davis pela CBS estava prevista no SPA.

Nesse sentido, questiona-se em que medida é justificável o desconhecimento da Vendedora acerca da incorreção das representações feitas, haja vista que a ciência da Compradora sobre a falsidade das declarações e garantias partiu da análise da documentação pertencente à Ziff-Davis.

Isso porque, considerando que os arquivos analisados pela CBS eram plenamente acessíveis à Ziff-Davis, eventualmente, por meio do emprego dos esforços razoáveis e adoção de diligência ordinária, a Vendedora poderia revisar o teor das demonstrações financeiras e, por consequência, modificar o conteúdo das declarações prestadas.

Ou seja, a Ziff-Davis, a partir de uma análise mais cuidadosa de seus próprios documentos, poderia ter prestado representações condizentes com o seu efetivo estado patrimonial ou retificar as declarações feitas no SPA. O que não foi feito pela Vendedora.

Portanto, é possível concluir que a Ziff-Davis não agiu de forma diligente ao analisar os seus demonstrativos contábeis, não agindo em conformidade com o dever de se autoinformar²¹⁰.

No entanto, em que pese a inobservância do ônus de autoinformação pela Ziff-Davis, a Compradora, ao repassar sua desconfiança sobre a falsidade das declarações e garantias, atuou de forma alinhada aos deveres de cooperação e lealdade, comunicando à Vendedora este fato a fim de concluir a operação da forma mais satisfatória possível para ambas as partes.

Desse modo, aplicando o princípio da boa-fé objetiva ao contexto fático do precedente *CBS v. Ziff-Davis Publ. Co.*, conclui-se que não houve violação do dever de informar e nem dos deveres de lealdade e cooperação por parte da Compradora.

²¹⁰ Ainda sobre a inobservância do dever de se autoinformar, destaca-se que a falta de diligência não é capaz de afastar a hipótese de anulabilidade do negócio jurídico quando verificado o dolo informacional da outra parte. No máximo, pode-se considerar que o contratante que não se autoinformou sobre o negócio concorreu culposamente para o resultado. BENETTI, Giovana Valentiano. **Dolo por Omissão no Direito Civil Brasileiro: Fundamentos, Requisitos e Efeitos**. Tese (Doutorado em Direito). Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo. São Paulo, 2018, p. 55-57.

Para além disso, outro ponto que merece ser explorado, a partir do precedente, relaciona-se especificamente ao conteúdo e meio pelo qual o comprador descobre a falsidade das declarações e garantias e como isso pode influenciar no dever de informar.

Conforme já destacado, a CBS conheceu a falsidade das declarações e garantias sobre o *status* financeiro das *targets* por meio da auditoria interna da Ziff-Davis. Contudo, existem casos em que o conhecimento do comprador sobre a imprecisão das representações do vendedor é obtido por meio de terceiros, pelo repasse de informações confidenciais²¹¹, por meio do acesso de dados que não estão em posse, não eram conhecidos e não eram acessíveis ao vendedor, dentre outros.

Em situações como estas, levando em consideração o dever de informar e o dever de lealdade e cooperação, defende-se que estas informações que dificilmente poderiam ser conhecidas pelo vendedor também lhe sejam repassadas, sob pena de violação do princípio da boa-fé objetiva.

Portanto, se essas informações de difícil acesso são omitidas do vendedor, e já existe na minuta contratual previsões sobre *sandbagging*, a cláusula poderá ser considerada ineficaz.

Se o comprador sabe dessas informações antes da inclusão da cláusula no contrato, e utiliza estes fatos com o objetivo de enganar e induzir o vendedor a concordar com a inserção da cláusula no contrato, a partir de uma percepção equivocada da realidade, estaremos diante de uma hipótese de dolo informativo por omissão.

Nesse caso, conforme pontuado acima, a cláusula *sandbagging* ou o contrato poderão ser invalidados, observada a essencialidade do dolo e o interesse das partes em conservar, ou não, o contrato, em conformidade com o princípio da preservação do negócio jurídico.

Por fim, ainda no que tange ao conteúdo das informações e o meio pelo qual estas foram obtidas pelo comprador, também devem ser examinados os limites e a definição do que seria o conhecimento do comprador.

Por exemplo, se o comprador, por meio de um boato de difícil comprovação, conhece um fato que não é acessível ao vendedor e que potencialmente violaria uma das declarações e garantias. Este fato deve ser repassado para o vendedor, para que o comprador possa pleitear a indenização pela cláusula *sandbagging* em momento futuro?

Diante dessa problemática, é importante que as partes, caso estipulem direitos *pro-sandbagging* no *share purchase agreement* incluam na cláusula de definições do contrato o que

²¹¹ Nessa hipótese deve se verificar em que medida o comprador poderia transmitir uma informação confidencial para a vendedora. Se tal repasse é vedado por disposição legal ou contratual, é justificável que o comprador não informe o vendedor sobre este fato, sem que haja a violação do dever de informar.

pode ser considerado conhecimento prévio do comprador e qual é a materialidade mínima destas informações que devem ser repassadas ao vendedor.

Na ausência destas previsões contratuais, deve ser feita uma análise casuística da situação. Afinal, o comprador não tem o dever de repassar informações infundadas e que potencialmente podem se mostrar falsas²¹².

Feitas estas observações, destaca-se que não é objetivo deste tópico, e muito menos desse trabalho, esgotar todas as situações em que seria possível ou não o uso da cláusula *sandbagging* e nem definir critérios normativos para a utilização da cláusula que sejam estáticos e inflexíveis.

Pelo contrário, objetivo desta seção é demonstrar como o contexto da negociação e as condutas adotadas pelo comprador e vendedor em uma operação de F&A podem afetar a validade e a eficácia da cláusula *sandbagging*. Assim, a partir destes cenários e comportamentos, pretende-se estabelecer alguns parâmetros normativos que podem ser considerados no caso a caso.

²¹² MARTINS-COSTA, Judith. **A Boa-fé no Direito Privado: Critérios Para a sua Aplicação**. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2018, p. 593.

5 CONCLUSÃO

As fusões e aquisições são operações de alta complexidade, nas quais estão envolvidas partes sofisticadas com ampla *expertise* negocial. Nesse sentido, levando em consideração a paridade entre os agentes econômicos e os riscos desse tipo de negócio, é comum que as partes utilizem de estruturas contratuais bastante complexas, geralmente importadas do direito norte-americano, a fim de mitigarem estes riscos.

Diante da autonomia privada das partes, o uso de dispositivos contratuais estrangeiros é plenamente possível, desde que essas ferramentas sejam compatibilizadas com o direito brasileiro.

Assim, considerando o *sandbagging* e, em especial a sua origem e nomenclatura depreciativas, mais do que nunca, se faz necessária uma análise casuística do dispositivo, deixando para trás conceitos pré-estabelecidos de forma abstrata que apenas tentam inviabilizar a utilização de uma importante ferramenta de alocação de riscos negociais nas operações de F&A.

A partir das seções anteriores, pode-se observar que a cláusula *sandbagging* não é nula em abstrato, uma vez que o comportamento permitido pela cláusula não está abarcado nas hipóteses de nulidade do negócio jurídico previstas nos artigos 166 e 167 do Código Civil.

Para além disso, não é possível defender que a cláusula *sandbagging* prescreve um comportamento que pode, abstratamente, fraudar leis imperativas como o princípio da boa-fé objetiva ou criar permissão para que as partes atuem com dolo nas relações contratuais. Afinal, tanto o princípio da boa-fé objetiva, quanto o regramento dolo definem padrões de comportamentos que devem ser acolhidos ou rejeitados pelos indivíduos em uma negociação.

Desse modo, o exame do contexto negocial e da conduta das partes no caso concreto é fundamental para aferir se as partes agiram como dolo ou em contraposição à boa-fé objetiva. Assim, a partir da verificação das premissas do caso, será possível determinar a validade e eficácia do *sandbagging*.

Nesse sentido, considerando-se o princípio da boa-fé objetiva, enquanto pressuposto de eficácia do *sandbagging*, determinar se as partes agiram em conformidade com tal princípio perpassa pela análise do contexto da operação.

Além disso, conforme foi demonstrado, os deveres derivados da boa-fé objetiva, especialmente o dever de informar, será relativizado de acordo com o conhecimento que cada uma das partes tem sobre o negócio e, em que medida, cada uma das partes buscou informações sobre o objeto do contrato.

Por esse motivo, destaca-se a função hermenêutica da boa-fé na valoração da normalidade e tipicidade nas relações privadas, conforme a estipulado no artigo 113 do Código Civil. Ou seja, a delimitação do agir em conformidade com o princípio da boa-fé objetiva depende da observância dos padrões éticos, usos e costumes empregados pelas partes na alocação de riscos de operações complexas, tais como as fusões e aquisições.

Desse modo, aprioristicamente, não se pode dizer que a conduta prescrita contratualmente pela cláusula contrária a boa-fé objetiva ou que esta conduta se confunde ou permite a perpetuação de comportamentos desleais pelo comprador.

Para além disso, considerando a validade da cláusula *sandbagging*, deve ser analisado o regramento dos vícios de consentimento, em especial o instituto do dolo informativo por omissão.

Assim, para que seja determinada a validade do *sandbagging*, deve ser verificada a forma pela qual o comprador soube da falsidade das declarações e garantias, se houve o *disclosure* desse fato para o vendedor e se as partes já haviam estipulado direitos *pro-sandbagging* no contrato.

Isso porque a cláusula *sandbagging* pode ser utilizada pelas partes enquanto ferramenta de distribuição dos riscos do negócio, mas, em hipótese alguma, o referido dispositivo pode ser aceito no ordenamento jurídico brasileiro, quando a sua inserção no contrato ocorre a partir do acobertamento de certos fatos, com a finalidade de perpetuar uma conduta dolosa do comprador que deseja obter vantagens patrimoniais indevidas, em consonância com os artigos 145, 146 e 147 do Código Civil.

Por fim, no que tange ao caso *CBS v. Ziff-Davis Publ. Co.*, transplantando o contexto fático do precedente para o ordenamento jurídico brasileiro, foi possível observar que as condutas adotadas pela Compradora estavam em conformidade com a boa-fé objetiva, bem como não foi verificada uma conduta dolosa da CBS ao pleitear a inclusão da cláusula *sandbagging* no *share purchase agreement*.

Dessa forma, o referido caso, observadas as diferenças entre os sistemas jurídicos de *common law* e *civil law*, pode servir de parâmetro para aplicação do *sandbagging* no Brasil, auxiliando o aprimoramento das técnicas para alocação de riscos por advogados e demais agentes econômicos envolvidos em operações de fusões aquisições no país.

REFERÊNCIAS

EVERY, Daniel; WEINTAUB, D. **Trends in M&A Provisions: Sandbagging and Anti-Sandbagging Provisions**. IN: Bloomberg Law Reports, Mergers & Acquisitions. v. 6, n. 5, 2011.

ÁVILA, Humberto. **Teoria dos Princípios: da Definição à Aplicação dos Princípios Jurídicos**. 1. ed. São Paulo: Malheiros, 2003.

AZEVEDO, Antônio Junqueira de. **Negócio Jurídico: Existência, Validade e Eficácia**. 4. ed. São Paulo: Editora Saraiva, 2002.

BENETTI, Giovana Valentiano. **Dolo por Omissão no Direito Civil Brasileiro: Fundamentos, Requisitos e Efeitos**. Tese (Doutorado em Direito). Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo. São Paulo, 2018.

BOTREL, Sérgio Mendes. **Fusões & Aquisições**. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2017.

BRASIL. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil. Diário Oficial da União. Brasília. 2002.

_____. Lei nº 6.404, de 10 de janeiro de 1976. Institui a Lei das Sociedades Anônimas. Diário Oficial da União. Brasília, 1976.

CAMARGOS, Marcos Antônio de. **Fusões e Aquisições de Empresas Brasileiras: Criação de Valor, Retorno, Sinergias e Risco**. Tese (Doutorado em Administração). Centro de Pós Graduação e Pesquisas em Administração da Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2008.

CHASE, Daniel L. **M&A after Eagle Force: An Economic Analysis of Sandbagging Default Rules**. IN: California Law Review, v. 108, p. 1665-1681, 2020.

CITOLINO, Carolina Bosso. **Indenização pelo Descumprimento da Cláusula de Declarações e Garantias no Brasil**. Monografia (Pós-graduação Lato Sensu em Direito dos Contratos – LL.M.). Insper Instituto de Ensino e Pesquisa. São Paulo, 2013.

CLEARY, Seth. **Delaware Law, Friend or Foe: The Debate Surrounding Sandbagging and How Delaware's Highest Court Should Rule on a Default Rule**. IN: Southern Methodist University Law Review, v. 72, 2019.

COLE, Brandon. **Knowledge Is Not Necessarily Power: Sandbagging In New York M&A Transactions**. IN: The Journal of Corporation Law, v. 42, 2016.

CONSELHO DA JUSTIÇA FEDERAL. I Jornada de Direito Comercial. Enunciado nº 21. 2013. Disponível em: <<https://www.cjf.jus.br/cjf/corregedoria-da-justica-federal/centro-de-estudos-judiciarios-1/publicacoes-1/jornadas-de-direito-comercial/livreto-i-jornada-de-direito-comercial.pdf>>. Acesso em: 11 de maio de 2021.

CORDERO-MOSS, Giuditta. **Anglo-American Contract Models and Norwegian or Other Civilian Governing Law: Introduction and Method**. University of Oslo Faculty of Law, 2007.

CUNHA, Juliana Bonanza Teixeira da. **A Qualificadora “No Melhor Conhecimento” em Contratos de Compra e Venda de Participação Societária**. Dissertação de Mestrado (Mestrado em Direito). Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas. São Paulo, 2016.

FERRAZ, Adriano Augusto Teixeira; FREITAS, Bernardo Vianna; SOUZA, Rodrigo Amaral. **A Alocação de Riscos em Operações de M&A: Análise das Cláusulas de Ajuste de Preço e Indenização**. IN: *Novos Temas de Direito e Corporate Finance*. 1 ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019.

FERRAZ JUNIOR, Tercio Sampaio. **Erro e Dolo Enquanto Defeitos do Negócio Jurídico**. IN: *Direito Societário, Mercado de Capitais, Arbitragens e outros temas: Homenagem a Nelson Eizirik*, v. 3. São Paulo: Quartier Latin, 2020.

FERREIRA, Jussara Borges et al. **A Funcionalização da Boa-Fé Objetiva e os Planos do Fato Jurídico**. IN: *Brazilian Journal of Development*, v. 6, n. 11, p. 88145-88162, 2020.

FORGIONI, Paula. A. **A Interpretação dos Negócios Empresariais no Novo Código Civil Brasileiro**. IN: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 130, 2003.

FUCCI, Frederick R. **Arbitration in M&A Transactions: Laws of New York and Delaware: Part II**. IN: *Dispute Resolution Journal*, v. 71, n. 3, 2016.

GARNER, Bryan A. *Black's Law Dictionary*. 9. ed. St. Paul: West Group, 2009.

GLITZ, Frederico Eduardo Zenedin. **Favor Contractus: Alguns Apontamentos sobre o Princípio da Conservação do Contrato no Direito Positivo Brasileiro e no Direito Comparado**. IN: *Revista do Instituto do Direito Brasileiro da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa*, v. 1, p. 475-542, 2013.

GOMES, Arick Mendes da Silveira. **A Viabilidade da Utilização da Cláusula Pro-sandbagging no Ordenamento Jurídico Brasileiro**. IN: *Revista Percurso*, v. 5, n. 36, 2020.

GORESCU, Carla Pavesi. **Delimitação da Indenização em Operações de Fusões e Aquisições no Brasil**. Dissertação de Mestrado (Mestrado em Direito). Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas. São Paulo, 2019.

GREZZANA, Giacomo. **A Cláusula de Declarações e Garantias em Alienação de Participação Societária**. São Paulo: Quartier Latin, 2019.

JASTRZEBSKI, Jacek. **Sandbagging and the Distinction between Warranty Clauses and Contractual Indemnities**. IN: *U.C. Davis Business Law Journal*, v. 19, n. 2, p. 207-251, 2019.

KALANSKY, Daniel; SANCHEZ, Rafael Biondi. **Sandbagging Clauses nas Operações de Fusões e Aquisições (M&A)**. IN: *Novos Temas de Direito e Corporate Finance*, 1. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019.

KORNFEIND, Svetlana M. **New York Court of Appeals Holds that Seller's Express Warranties in Nongoods Sales Are Bargained-for Contractual Terms, and Buyer Need Not Rely on Truth of Warranted Information to Seek Damages for Breach of Such Warranties.** IN: *St. John's Law Review*, v. 64, n. 3, p. 2012.

LEONARDO, Rodrigo Xavier. **Os Contratos Coligados.** IN: *Estudos em homenagem à Professora Véra Maria Jacob de Fradera*. Porto Alegre: Lejus, 2013.

LIMA, Francisco Rohan de. **Operções de M&A, Aquisição de Controle, Passivos Supervenientes e a Teoria da Vontade Contratual.** IN: *Direito Societário, Mercado de Capitais, Arbitragens e outros temas: Homenagem a Nelson Eizirik*, v. 3. São Paulo: Quartier Latin, 2020.

LINARES DURÁN, Alfonso et al. **La Validez de la Cláusula " Pro-Sandbagging" Pactada en los Contratos de Compraventa de Acciones y de Activos en el Sistema Jurídico Colombiano-Análisis del Transplante de La Cláusula Contractual Denominada " Pro-Sandbagging", Tradicional En El Sistema de Derecho De Los Estados Unidos, Al Sistema Jurídico Colombiano en La Actualidad.** Monografia (Bacharelado em Direito). Faculdade de Direito, Universidade dos Andes. Bogotá, 2014.

LOBO, Otto Eduardo da Fonseca. **Fusões e Aquisições.** Escola de Direito do Rio de Janeiro da Fundação Getúlio Vargas. Rio de Janeiro, 2011.

MARTINS-COSTA, Judith. **Contrato de Compra e Venda de Ações. Declarações e Garantias. Responsabilidade por Fato de Terceiro. Inadimplemento, Pretensão, Exigibilidade, Obrigação. Práticas do Setor e Usos do Tráfego Jurídico. Parecer.** IN: *Direito Societário, Mercado de Capitais, Arbitragens e outros temas: Homenagem a Nelson Eizirik*, v. 3. São Paulo: Quartier Latin, 2020.

_____. **Os Campos Normativos da Boa-Fé Objetiva: As Três Perspectivas do Direito Privado Brasileiro.** *Estudos de Direito do Consumidor*, n. 6, p. 85-128, 2008.

_____. **Os Regimes de Dolo Civil no Direito Brasileiro: Dolo Antecedente, Vício Informativo por Comissão e Omissão, Dolo Acidental e Dever de Indenizar.** IN: *Revista dos Tribunais*. v. 923, p. 115-143, São Paulo: Revista dos Tribunais, 2012.

_____. **Autoridade e Utilidade da Doutrina: A Construção dos Modelos Doutrinários.** IN: *Modelos de Direito Privado*, p. 9-40. São Paulo: Marcial Pons, 2014.

_____. **A Boa-fé no Direito Privado: Critérios Para a sua Aplicação.** 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2018.

MELLO, Marcos Bernardes de. **Teoria do Fato Jurídico: Plano da Validade.** 12. ed. São Paulo: Saraiva, 2013.

MELLO, Marcos Bernardes de. **Teoria do Fato Jurídico: Plano da Eficácia.** São Paulo: Saraiva, 2003.

MINGAY, Paul A.D.; BUNSTON, Andrew; CAMERON- VENDRIG, Colin. *Good Tactics or Bad Faith: The Divisive Issue of Sandbagging in M&A.* IN: *Life Sciences Legal Trends in Canada*. Borden Ladner Gervais, 2017-2018.

MONATERI, Pier Giuseppe. **Ripensare il Contratto: Verso una Visione Antagonista del Contratto**. IN: *Rivista di Diritto Civile*, ano XLIX, n. 4, 2003.

NETO, Antônio Carlos da Silva. **O Contrato de Compra e Venda de Quotas e a Escrow Account**. IN: *Revista Jurídica Luso-Brasileira*, ano 3, n. 4, 2017.

PANHARD, Maxime. **When Contractual Good Faith Meets a Controversial M&A Issue: The Sandbagging Practice In International Arbitration**. IN: *The International Lawyer*, v. 51, n. 1., 2018.

PARGENDLER, Mariana; PORTUGAL GOUVÊA, Carlos. **As Diferenças entre Declarações e Garantias e os Efeitos do Conhecimento do Adquirente (Sandbagging)**. IN: *Direito Societário, Mercado de Capitais, Arbitragens e outros temas: Homenagem a Nelson Eizirik*, v. 3. São Paulo: Quartier Latin, 2020.

PUGH, Will. **Getting What You Bargained for: Avoiding Legal Uncertainty in Survival Clauses for a Seller's Representations and Warranties in M&A Purchase Agreements**. IN: *Journal of Business, Entrepreneurship and the Law*. v. 12, 2019.

RIBEIRO, Joaquim de Sousa. **O Controle do Conteúdo dos Contratos: Uma Nova Dimensão da Boa-Fé**. *Revista da Faculdade de Direito UFPR*, v. 42, 2005.

SABADIN, Mariana Guerra. **Autonomia Privada e Licença para Mentir - uma Investigação sobre a Possibilidade de Limitação Contratual de Responsabilidade Por Dolo**. Dissertação de Mestrado (Mestrado em Direito) Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas. São Paulo, 2015.

SANTOS, Deborah Pereira Pinto dos; LOPES, Marília. **Notas sobre a Responsabilidade Contratual do Alienante pela Violação das Cláusulas de Declarações e Garantias nos Contratos de Alienação de Participação Societária Representativa de Controle**. IN: *Revista Brasileira de Direito Civil*, v. 24, n. 2, 2020.

SANTOS, Ferraresi. **Responsabilidade Civil e Teoria da Confiança: Análise da Responsabilidade Pré-Contratual e o Dever de Informar**. IN: *Revista de Direito Privado*, v. 49, p. 209-224, 2012.

SENRA, Maria Amélia Lisbão. **Responsabilidade Civil Punitiva**. IN: *Revista Eletrônica da Faculdade de Direito da PUC-SP*, v. 2, 2009.

SHADDEN, Stacey A. **How to Sandbag Your Opponent in the Unsuspecting World of High Stakes Acquisitions**. IN: *Creighton Law Review*, v. 47, 2014.

SILVA, Clóvis V. do Couto. **Obrigação como Processo**. 1. ed. Rio de Janeiro: Editora FGV, 2006.

SIQUEIRA, Adriana Souza. **Anotações Sobre A Responsabilidade Civil No Direito Americano Intentional Torts**. Publicações da Escola da AGU, v. 1, n. 16, 2012.

SIMONS, Kenneth. **A Restatement (Third) of Intentional Torts?**. IN: *Arizona Law Review*, v. 48, 2006.

STARK, Tina L. **Another View on Reprs. and Warranties**. IN: Business Law Today, American Bar Association, v. 15, n. 3, 2006.

TEPEDINO, Gustavo. **Novos Princípios Contratuais e Teoria Da Confiança: A Exegese da Cláusula To The Best Knowledge of The Seller**. IN: Revista dos Tribunais, v. 2, p. 425-450, 2011.

TESHEINER, José. **Jurisdição territorial nos Estados Unidos da América do Norte e competência internacional e de foro no Brasil**. IN: Revista Eletrônica de Direito Processual, v. 13, n. 13, 2014.

TONIN, Ricardo Moraes. **Da Admissibilidade do Sandbagging no Direito Brasileiro**. (Projeto de pesquisa apresentado ao Mestrado Profissional). Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas. São Paulo, 2019.

TRINDADE, Marcelo. **Sandbagging e as Falsas Declarações em Aliações Empresariais**. IN: Direito Societário, Mercado de Capitais, Arbitragens e outros temas: Homenagem a Nelson Eizirik, v. 3. São Paulo: Quartier Latin, 2020.

WALD, Arnaldo; MORAES, Luiza Rangel de; WAISBERG, Ivo. **Fusões, Incorporações e Aquisições-Aspectos Societários, Contratuais e Regulatórios**. IN: Fusão, cisão, incorporação e temas correlatos. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

WALD, Arnaldo. **Dolo Acidental do Vendedor e Violação das Garantias Prestadas**. Revista dos Tribunais, v. 103, n. 949, p. 95-104, 2014.

WEST, Glenn D.; SHAH, Kim M. **Debunking the Myth of the Sandbagging Buyer: When Sellers Ask Buyers to Agree to Anti-Sandbagging Clauses, Who Is Sandbagging Whom**. IN: M&A Law, v. 11, n. 1. Nova Iorque: Thompson/West, 2007.

WEST, Glenn D. **That Pesky Little Thing Called Fraud: An Examination of Buyer's Insistence Upon (and Sellers' Too Ready Acceptance of) Undefined "Fraud Carve-Outs" in Acquisition Agreements**. IN: The Business Lawyer, v. 69, 2014.

WHITEHEAD, Charles K. **Sandbagging: Default Rules and Acquisition Agreements**. IN: Delaware Journal of Corporate Law, v. 36, 2011.