

CAMILA OTANI NISHI

**A cláusula de *sandbagging* em contratos de alienação
de participação societária:
uma análise a respeito dos efeitos do conhecimento
do comprador sobre a inveracidade de declarações
e garantias prestadas pelo vendedor**

Dissertação de Mestrado

Orientador: Professor Doutor Manoel de Queiroz Pereira Calças

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

FACULDADE DE DIREITO

São Paulo – SP

2022

CAMILA OTANI NISHI

**A cláusula de *sandbagging* em contratos de alienação
de participação societária:
uma análise a respeito dos efeitos do conhecimento do comprador sobre a
inveracidade de declarações e garantias prestadas pelo vendedor**

Dissertação de Mestrado apresentada ao Departamento de Direito Comercial da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, como exigência parcial para a obtenção do título de Mestre na área de concentração Direito Comercial, sob a orientação do Professor Doutor Manoel de Queiroz Pereira Calças.

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

FACULDADE DE DIREITO

São Paulo – SP

2022

Autorizo a reprodução e divulgação total ou parcial deste trabalho, por qualquer meio convencional ou eletrônico, exclusivamente para fins de estudo e pesquisa, desde que citada a fonte.

Catálogo da Publicação
Serviço de Biblioteca e Documentação
Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo

NISHI, Camila Otani

A cláusula de *sandbagging* em contratos de alienação de participação societária: uma análise a respeito dos efeitos do conhecimento do comprador sobre a inveracidade de declarações e garantias prestadas pelo vendedor / Camila Otani Nishi; orientador: Manoel de Queiroz Pereira Calças – São Paulo, 2022.

162 f.

Dissertação (mestrado – Programa de Pós-Graduação em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2022

1. Compra e venda de participação societária. 2. *Sandbagging*. 3. Conhecimento. 4. Boa-fé. 5. Custos de transação. 6. Assimetria informacional. 7. Dever de informar. I. Calças, Manoel de Queiroz Pereira, orient. II. Título.

Nome: NISHI, Camila Otani.

Título: A cláusula de *sandbagging* em contratos de alienação de participação societária: uma análise a respeito dos efeitos do conhecimento do comprador sobre a inveracidade de declarações e garantias prestadas pelo vendedor.

Dissertação de Mestrado apresentada à Banca Examinadora do Programa de Pós-Graduação em Direito da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, na área de concentração Direito Comercial, sob a orientação do Professor Doutor Manoel de Queiroz Pereira Calças.

Aprovado em: ___/___/___

Banca Examinadora

Professor _____ Instituição: _____

Julgamento: _____ Assinatura: _____

Professor _____ Instituição: _____

Julgamento: _____ Assinatura: _____

Professor _____ Instituição: _____

Julgamento: _____ Assinatura: _____

*Ao meu avô Issao Nishi, pioneiro da família
nas Arcadas e inspiração de gerações
nos estudos jurídicos.*

AGRADECIMENTOS

Este trabalho é fruto de anos de dedicação e não teria sido possível sem a contribuição de tantas pessoas que me direcionaram e me apoiaram.

Agradeço ao Professor Manoel de Queiroz Pereira Calças pela oportunidade concedida, por me guiar pela trajetória acadêmica, pelo convívio inspirador e pelos sábios ensinamentos. Uma verdadeira honra e um privilégio ser sua orientanda.

Agradeço à Professora Juliana Krueger Pela e ao Professor Gabriel Saad Kik Buschinelli pelas valiosas contribuições na banca de qualificação, bem como pelas inúmeras e profícuas discussões que descortinaram diversas abordagens deste intrigante tema.

Agradeço à Professora Renata Mota Maciel e a todos os professores assistentes do Professor Manoel pela enriquecedora convivência nos últimos anos, pelo aprendizado e pela amizade.

Ao Pinheiro Neto Advogados, nas pessoas de Antonio Morello e Joamir Alves, meus grandes exemplos profissionais, que me permitiram as experiências que instigaram este estudo e concederam o apoio necessário à sua concepção. Agradeço também a Miguel Tornovsky, Thiago Silva, Renato Grecco e Anna Júlia Costa pelos debates e contribuições fundamentais ao desenvolvimento da dissertação. Agradeço ao Otavio pela parceria diária e amizade. Agradeço imensamente ao time da biblioteca do escritório por me municiar com vasto conteúdo para o progresso deste estudo.

À minha família, Ivani, German, Eduardo, Daniela, Tatiana, Koen, João, Maria Eduarda, Paula e Moema, pelo apoio, carinho e momentos de descontração que tornaram todos esses anos de estudos mais leves e alegres.

Agradeço ao Guilherme, meu grande parceiro neste e em todos os desafios. Agradeço pela companhia nas inúmeras horas de estudo, pela revisão atenciosa do trabalho, pelos diversos conselhos e palavras de incentivo e, especialmente, por me proporcionar a motivação e a calma fundamentais para o desenvolvimento deste trabalho.

RESUMO

NISHI, Camila Otani. *A cláusula de sandbagging em contratos de alienação de participação societária: uma análise a respeito dos efeitos do conhecimento do comprador sobre a inveracidade de declarações e garantias prestadas pelo vendedor*. 162 f. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2022.

Esta dissertação tem por objetivo examinar, à luz do ordenamento jurídico pátrio, a cláusula de *sandbagging* no âmbito de contratos de compra e venda de participação societária, segundo a qual os remédios do comprador em face do vendedor não são afetados em virtude do conhecimento do adquirente sobre fatos ou circunstâncias que pudessem dar ensejo ao pleito indenizatório fundado em violações de declarações e garantias. Haja vista a divergência existente a respeito da validade dessa cláusula entre os operadores do direito, analisam-se os argumentos contrários e favoráveis ao *sandbagging*. Dentre os argumentos contrários, pontua-se se e em que medida o *sandbagging* (i) viola os preceitos da boa-fé objetiva e configura abuso de direito; (ii) é prejudicial à funcionalidade e operatividade do comércio; (iii) está desalinhado com a orientação geral do sistema jurídico brasileiro no que tange à responsabilidade do vendedor por vícios aparentes; (iv) contraria a vedação à renúncia antecipada de direito; (v) configura simulação. Dentre os argumentos favoráveis, destacam-se: (i) a adequação do *sandbagging* aos princípios contratuais; (ii) como o *sandbagging* pode ser utilizado para promover eficiência nas negociações, sob uma ótica de custos de transação; (iii) a adequação do *sandbagging* aos regimes aplicáveis às declarações e garantias. Por fim, são tecidas considerações a respeito das posições doutrinárias sobre a admissibilidade da cláusula e da prática de *sandbagging* e de seus efeitos no ambiente transacional de fusões e aquisições.

Palavras-chave: compra e venda de participação societária; *sandbagging*; conhecimento; boa-fé; custos de transação; assimetria informacional; dever de informar.

ABSTRACT

NISHI, Camila Otani. *Sandbagging provisions in share purchase agreements: an analysis of the effects of buyer's knowledge in relation to breach of seller's representations and warranties*. 162 f. Dissertation (master). Law School, University of São Paulo (USP), São Paulo, SP, Brazil, 2022.

This dissertation aims to examine, in light of the Brazilian legal framework, the sandbagging provisions in share purchase agreements, which provides that the buyer's remedies against the seller shall not be affected in virtue of buyer's prior knowledge in relation to facts and circumstances that may give rise to indemnification claim based on breach of representations and warranties. Considering the different opinions regarding the validity of such provision within the legal practitioners, arguments in favor and against the sandbagging are analyzed herein. Within the opposing arguments, we highlight if and to which extent the sandbagging: (i) violates the principle of good-faith and may be considered a misuse of rights; (ii) is harmful to the functionality and operativity of the commercial trades; (iii) is not aligned with the general guidance provided by the Brazilian legal framework in relation to the liabilities arising from conspicuous defects from the good being sold; (iv) contradicts the prohibition of the anticipate waiver of rights; (v) may be considered a sham transaction, among others. Among the favorable arguments, we point out: (i) that the sandbagging is in line with the contractual principals; (ii) how the sandbagging may be used in order to foster efficiencies in the negotiations, taking into account transaction costs; (iii) that sandbagging is suitable *vis-à-vis* the rules applied to the representations and warranties, among others. Finally, we will provide some considerations in relation to the doctrine positions related to the admissibility of sandbagging provision and practice, as well as to its effects in the M&A transactional environment.

Keywords: share purchase and sale; sandbagging; knowledge; good-faith; transaction costs; information asymmetry; duty to inform.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	11
1 A PROBLEMÁTICA EM TORNO DA CLÁUSULA DE <i>SANDBAGGING</i>	15
1.1 Contexto e relevância jurídica	15
1.2 Origem, noções e conceito de <i>sandbagging</i>	16
1.3 Problemática	26
1.4 Delimitação do objeto de estudo	27
1.5 Considerações sobre a imputação de conhecimento às sociedades	29
2 ARGUMENTOS CONTRÁRIOS À PRÁTICA DE <i>SANDBAGGING</i>	34
2.1 Violação dos preceitos da boa-fé objetiva.....	34
2.1.1 Análise à luz dos preceitos da boa-fé objetiva.....	35
2.1.2 Abuso de direito.....	43
2.2 Funcionalidade e operatividade do comércio jurídico (<i>Funktionsfähigkeit des Geschäftsverkehr</i>)	50
2.3 Desalinhamento com a orientação geral do sistema jurídico brasileiro.....	58
2.3.1 Vício redibitório.....	60
2.3.2 Evicção.....	64
2.4 Confirmação de negócio jurídico anulável	67
2.5 Interpretação e integração da declaração negocial por meio dos usos do meio.....	70
2.5.1 Espécies de usos e costumes	71
2.5.2 Funções dos usos e costumes	73
2.5.3 Verificação da existência de práticas, usos e costumes aplicáveis à cláusula de <i>sandbagging</i>	74
2.6 Vedação à renúncia antecipada de direito.....	78
2.7 Nulidade do negócio jurídico por simulação	82
3 ARGUMENTOS FAVORÁVEIS À PRÁTICA DE <i>SANDBAGGING</i>	84
3.1 Adequação aos princípios contratuais: autonomia privada, boa-fé objetiva e função social do contrato	84
3.1.1 Autonomia privada e boa-fé objetiva.....	84
3.1.2 Função social do contrato e liberdade de contratar.....	91

3.2 Eficiência das negociações	97
3.2.1 Assimetria informacional e custos de transação	98
3.2.2 Dever de informar do comprador.....	103
3.2.3 A cláusula de <i>sandbagging</i> como propulsora de eficiência nas negociações...	115
3.2.3.1 Redução de custos <i>ex ante</i> e viabilização da operação	116
3.2.3.2 Redução de litígios a respeito do conhecimento do comprador	119
3.2.3.3 Redução da assimetria informacional	120
3.2.3.4 Alocação de riscos	122
3.3 A adequação da cláusula de <i>sandbagging</i> aos regimes aplicáveis às declarações e garantias	124
3.3.1 A cláusula de <i>sandbagging</i> e a função assecutória das declarações e garantias	129
3.3.2 A cláusula de <i>sandbagging</i> e a função conformativa das declarações e garantias	133
3.3.3 A cláusula de <i>sandbagging</i> e os limites temporais da obrigação de garantia...	135
3.4 A rejeição de situações patológicas pelo ordenamento jurídico	140
CONCLUSÃO	144
REFERÊNCIAS.....	155

INTRODUÇÃO

Com o desenvolvimento e aperfeiçoamento das transações comerciais, em larga escala trazidos – ou, ao menos, acelerados – pela globalização, aperfeiçoaram-se também os programas contratuais destinados a regular essas novas relações econômicas, dotadas de complexidade intrínseca e, via de regra, operadas por agentes qualificados e sofisticados.

Nesse contexto, determinados modelos contratuais, dentre eles o contrato de alienação de participação societária, foram importados de modo a refletir a prática utilizada em contextos estrangeiros, sobretudo dos países da *common law*, e, pouco a pouco, criaram novos padrões de contratação no mercado brasileiro¹. Os motivos para tanto têm natureza econômica e prática.

Primeiramente, tem-se o fato de os países da *common law*, em especial os Estados Unidos da América, apresentarem estágio de desenvolvimento econômico mais avançado, acarretando volume e grau de complexidade mais acentuados nas operações de fusões e aquisições. Tal fato, aliado ao fenômeno da globalização, proporcionou um fluxo intenso de investimentos estrangeiros no mercado nacional.

Contribui também para tanto o fato de muitos advogados que atuam na área empresarial buscarem aperfeiçoamento acadêmico por meio de cursos de pós-graduação no exterior, preponderantemente nos Estados Unidos da América e no Reino Unido. Por conseguinte, esses operadores do direito são expostos ao *modus operandi* das operações de M&A² nessa jurisdição, auxiliando a consolidação da prática no mercado local.

¹ Esse fenômeno é percebido em larga escala por autores que sugerem a existência de uma nova *lex mercatoria* em função de costumes comerciais que são verificáveis para além das fronteiras nacionais. Nessa linha, por exemplo, a lição de Francesco Galgano: “[t]he dominant factor is the circulation of uniform contractual models. In most cases they are atypical contracts, created not by legislators but by the legal offices of big multinationals or by the legal advisors of international associations of the various entrepreneurial categories” (tradução livre: *o fator dominante é a circulação de modelos contratuais uniformes. Na maioria dos casos, são contratos atípicos, criados não pelo legislador, mas sim pelos diretores jurídicos de empresas multinacionais ou pelos assessores legais de associações internacionais de várias categorias empresariais*) (GALGANO, Francesco. *The new Lex Mercatoria. Annual Survey of International & Comparative Law*, v. 2, n. 1, 2010. p. 105). Essa observação a respeito dos padrões de contratação também foi feita por KALANSKY, Daniel; SANCHEZ, Rafael Biondi. *Sandbagging clauses* nas operações de fusões e aquisições. In: *Novos temas de direito e corporate finance*. São Paulo: Quartier Latin, 2019.

² A expressão M&A faz referência a “*mergers and acquisitions*”, cuja tradução seria fusões e aquisições. Para fins deste estudo, menções às operações de M&A fazem referência a transações envolvendo a alienação de participação societária.

Em um mercado cada vez mais global, a existência de um formato contratual que, se não padrão, apresenta características comuns adotadas em diversos sistemas facilita a interação entre os agentes da economia e, em grande margem, reduz os custos de transação³.

Apesar de essa dinâmica proporcionar eficiência nas negociações envolvendo partes estrangeiras, dado que as operações locais e transnacionais passam a adotar padrão contratual semelhante – o que é de inquestionável importância para impulsionar o fluxo de investimentos estrangeiros no país –, há, como consequência, “transplantes acrílicos de soluções estrangeiras”⁴. O uso das declarações e garantias (as chamadas *representations and warranties*) na prática contratual brasileira é um exemplo desse fenômeno⁵.

Nesse contexto, um dos temas que têm chamado a atenção de estudiosos do direito é a cláusula de *sandbagging*, amplamente utilizada no estrangeiro e, posteriormente, importada à prática nacional.

³ A teoria dos custos de transação teve origem nos trabalhos de Ronald Coase, ao tratar da transação como unidade de medida para avaliar se determinada atividade deve ser internalizada ou terceirizada: “[...] a firm will tend to expand until the costs of organizing an extra transaction within the firm become equal to the costs of carrying out the same transaction by means of an exchange on the open market or the costs of organizing in another firm” (tradução livre: *uma empresa tende a expandir até que os custos de organizar uma atividade adicional dentro da empresa se igualem aos custos para a condução dessas operações por meio de trocas no mercado aberto ou aos custos de organização de outras empresa*) (COASE, R. H. The nature of the firm. *Economica*, v. 4, n. 16, p. 386-405, 1937. p. 396) Arrow, por sua vez, definiu os custos de transação como “the costs of running the economic system”. Além disso, Arrow faz a seguinte distinção entre os custos de transação e os custos de produção: “The distinction between the transaction costs and production costs is that the former can be varied by a change in the mode of resource allocation, while the latter depends only on the technology and tastes, and would be the same in all economic systems” (tradução livre: *A distinção entre os custos de transação e os custos de produção é a de que aqueles podem variar por meio da mudança no modo de alocação de recursos, enquanto estes dependem somente da tecnologia e das preferências, sendo os mesmos em qualquer sistema econômico*) (ARROW, Kenneth J. The organization of economic activity: issues pertinent to the choice of market versus non-market allocation. In: *In the analysis and evaluation of public expenditures: the PBB-System*, Joint Economic Committee, 91st Cong., 1st sess. [S. l.: s. n.], 1969. p. 1-12). A respeito dos custos de transação, vide também COASE, R. H. The problem of social cost. *The Journal of Law & Economics*, v. III, 1960. p. 15.

⁴ Termo utilizado por Judith Martins-Costa na apresentação do livro de Giacomo Grezzana ao se referir às “representations and warranties” (vide GREZZANA, Giacomo. *A cláusula de declarações e garantias em alienação de participação societária*. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 11) Nesse sentido, observa Catarina Monteiro Pires ao analisar os contratos de compra e venda de participação societária no direito português: “a complexidade [...] é agravada perante a pressão anglosaxônica de introdução de cláusulas pouco adaptadas ao nosso sistema, ou de proposta de clausulados desafiantes perante o Código Civil, e exacerbada ainda pela tensão resultante da difícil compatibilização do Código Civil” (MONTEIRO PIRES, Catarina. *Aquisição de empresas e de participações acionistas: problemas e litígios*. Coimbra: Almedina, 2018. p. 16). Na mesma esteira, Buschinelli constata que: “As formulações contratuais adotadas na prática anglo-saxônica são referência para as operações de alienação de controle praticadas no âmbito do direito continental, ao qual o direito brasileiro se filia. A transposição de modelos e minutas, porém, pode conduzir a equívocos relevantes quando não se compreende o ordenamento jurídico que rege a contratação” (BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. *Compra e venda de participações societárias de controle*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 323).

⁵ GREZZANA, Giacomo. *A cláusula de declarações e garantias em alienação de participação societária*, cit., p. 19.

Em linhas gerais, a cláusula de *sandbagging*, também denominada *cláusula de irrelevância de ciência prévia*⁶, expressamente determina que o comprador poderá ser indenizado, após a conclusão da operação de compra e venda, por perdas e danos decorrentes de violações de declarações e garantias prestadas pelo vendedor, independentemente de o comprador ter conhecimento prévio sobre a inveracidade de tais declarações e garantias. Ou seja, a referida cláusula prevê que os remédios do comprador em face do vendedor não são afetados em virtude do conhecimento do adquirente a respeito de fatos ou circunstâncias que pudessem dar ensejo ao pleito indenizatório fundado em violações de declarações e garantias⁷.

Assim, o termo *sandbagging* faz referência ao comportamento do comprador que, mesmo sabendo da falsidade relativa a uma declaração e garantia prestada pelo vendedor, opta por concluir a operação de compra e venda, mas tem o intuito de ingressar com uma ação contra o vendedor com base na referida falsidade (*close and sue*)⁸.

Por outro lado, uma cláusula *anti-sandbagging* prevê que é afastado o direito indenizatório do comprador em relação a eventuais falsidades nas declarações e garantias prestadas pelo vendedor sobre cuja inexatidão tinha conhecimento antes do fechamento⁹ (i.e., conclusão) da operação¹⁰.

O desafio deste estudo consiste em analisar a aplicabilidade de uma figura que já é inclusive utilizada na prática (talvez por conta de *transplantes acrílicos de soluções estrangeiras*), tendo como objeto o contrato de compra e venda de participação societária, que, por referir-se à empresa, constitui fenômeno complexo, com caráter multidisciplinar.

Recentemente tem havido divergência entre os operadores do direito a respeito da validade da cláusula de *sandbagging* à luz do ordenamento jurídico pátrio. Nota-se que um dos pontos centrais dessa discussão advém do fato de que na *common law*, de onde o termo

⁶ Essa expressão foi utilizada por Giacomo Grezzana para se referir à cláusula de *sandbagging*. Vide GREZZANA, Giacomo. Cláusula de irrelevância da ciência prévia do adquirente sobre a contingência da sociedade-alvo em alienação de participação societária (cláusula de irrelevância de ciência prévia – “sandbagging provisions”). *Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários*, São Paulo: Almedina, v. 11, p. 105-132, 2020.

⁷ Como um exemplo de cláusula de *sandbagging*: Os vendedores reconhecem e concordam que a condução de auditoria pela compradora e seus assessores, assim como a divulgação de qualquer informação ou conhecimento prévio do comprador, não exclui, mitiga, limita ou afeta a obrigação dos vendedores de indenizar o comprador por quaisquer danos decorrentes de inveracidade das declarações e garantias por eles prestadas no âmbito deste contrato.

⁸ GOMES, José Ferreira, *M&A: aquisição de empresas e de participações sociais*. Lisboa: AAFDL, 2022. p. 280-281.

⁹ O termo “fechamento” é um jargão utilizado por operadores do direito que atuam na área de M&A para se referir à conclusão da operação. Ou seja, em uma operação de compra e venda de participação societária, refere-se ao momento em que há efetiva transferência de participação societária do vendedor ao comprador.

¹⁰ KALANSKY, Daniel; SANCHEZ, Rafael Biondi. *Sandbagging clauses* nas operações de fusões e aquisições, cit., p. 146.

é originado, não há um dever geral de as partes contratantes se comportarem de acordo com a boa-fé objetiva tal como existe no ordenamento jurídico brasileiro¹¹⁻¹².

Como será aprofundado ao longo deste estudo, há aqueles que defendem que a prática de *sandbagging* seria contrária ao ordenamento jurídico brasileiro, ferindo, inclusive, a ordem pública. Além disso, há quem argumente que tal prática é prejudicial ao azeitamento do fluxo informacional e à operacionalidade e funcionalidade do sistema jurídico.

Por outro lado, há os que postulam que o *sandbagging* seria acolhido pelo nosso ordenamento, tendo em vista tratar de direitos disponíveis, privilegiando, assim, a autonomia privada. Ainda, alega-se que essa cláusula contribui para a eficiência das negociações, na medida em que viabiliza o atingimento de uma equação de preço que atende o interesse de ambas as partes e, inclusive, pode ser utilizada para reduzir custos de transação.

Corroborando a polêmica o fato de a *civil law* possuir um regramento geral aplicável aos contratos que atua como limitador da autonomia privada¹³ e que, na visão de alguns doutrinadores, é incompatível com a prática de *sandbagging*.

O intuito deste estudo reside em reunir os argumentos favoráveis e contrários a essa prática, com as devidas ponderações caso o contrato seja omissivo ou tenha sido negociada uma cláusula de *sandbagging* (ou *anti-sandbagging*), de modo a determinar os contornos da polêmica.

O trabalho será dividido em três grandes partes. Na primeira, será apresentada a problemática em torno da cláusula e da prática de *sandbagging*, de modo a contextualizar a discussão. Em seguida, na segunda parte, serão apresentados dois capítulos: um consolidando os argumentos contrários a esse instituto e o outro os favoráveis.

Este estudo tem como finalidade colaborar para o aprofundamento das discussões em torno de contratos de alienação de participação societária, na medida em que discorrerá sobre os diversos entendimentos da doutrina a respeito da controvérsia aqui tratada. Ainda, na medida do possível, o texto trará uma contribuição para o aprimoramento da técnica contratual, porquanto explorará, academicamente, situações de repercussão prática no mercado de aquisição de participações societárias.

¹¹ VICENTE, Dário Moura. *Direito comparado: obrigações*. São Paulo: Almedina, 2018. p. 118.

¹² “Brazilian Law fosters good-faith conduct among contracting parties and sanctions provenly fraudulent and reckless behavior in legal affairs, as matter of public policy” (tradução livre: *A legislação brasileira incentiva a conduta em linha com os preceitos da boa-fé entre as partes contratantes e condena comportamentos fraudulentos e negligentes em questões jurídicas, sendo esta uma matéria de ordem pública*). FERRO, Marcelo Roberto; GARCIA DE SOUZA, Antonio Pedro. International post-M&A arbitrations in Brazil. In: *International arbitration: law and practice in Brazil*. Oxford: Oxford University Press, 2020. p. 11.

¹³ Nesse sentido, Vicente leciona: “A liberdade contratual exerce-se, além disso, ‘dentro dos limites da lei’, máxime das normas imperativas através das quais o Estado procura desempenhar as suas incumbências no domínio social e económico” (VICENTE, Dário Moura. *Direito comparado*, cit., p. 341).

CONCLUSÃO

Tendo em vista o vívido e atual debate a respeito da admissibilidade da prática de *sandbagging* e da validade da cláusula em comento, no curso deste trabalho foram analisadas a cláusula e a prática sob diversos ângulos e aspectos, procurando consolidar argumentos contrários e favoráveis ao *sandbagging*.

Desse modo, serão recapituladas as principais conclusões obtidas ao longo deste estudo. Para tanto, será observada a estrutura adotada neste trabalho, qual seja, a organização de argumentos contrários e favoráveis ao *sandbagging*. Por fim, serão tecidas considerações finais a respeito da opinião da autora desta dissertação acerca desse assunto.

a. Principais conclusões – argumentos contrários ao *sandbagging*

(i) Violação dos preceitos da boa-fé objetiva e abuso de direito

Conforme se apurou nesse item, há autores que reputam que a prática de *sandbagging* atenta contra a boa-fé objetiva, haja vista ser uma conduta desleal. Ainda, entendem que a situação em que o comprador se vale de conhecimento previamente obtido para, posteriormente, buscar remédios legais ou contratuais para reaver valores incorridos em virtude de inveracidade ou imprecisão de declarações e garantias poderia configurar *venire contra factum proprium*.

Nosso entendimento a respeito desse argumento é o de que há, de fato, situações em que a prática de *sandbagging* atenta contra a boa-fé objetiva e, portanto, não deveria ser abarcada pelo ordenamento jurídico. Contudo, reputou-se que, como regra, a prática de *sandbagging* em abstrato (i.e., desconsiderando a situação fática) não atenta contra a boa-fé objetiva, conforme será visto mais adiante.

Assim, entendeu-se que, pela casuística, analisando determinadas situações *in concreto*, o *sandbagging* poderia ser incompatível com os preceitos da boa-fé objetiva. Assim, pode haver casos em que a boa-fé deverá incidir em sua função corretiva, modulando os efeitos da cláusula de *sandbagging*, de modo a impedir que o comprador se beneficie ao adotar comportamento contraditório desleal. Contudo, não significa dizer que o *sandbagging* como regra deve ser condenado por atentar contra a boa-fé objetiva.

(ii) Análise à luz das teorias do abuso de direito

A respeito da análise do *sandbagging* à luz das teorias do abuso de direito, reputou-se que, como regra, o exercício do direito consubstanciado na cláusula pró-*sandbagging* não deveria ser considerado abusivo, porquanto, em geral, não fere os princípios previstos no art. 187 do Código Civil, quais sejam, função social, fim econômico, boa-fé e bons costumes.

Considerando que um dos critérios para que seja configurado o abuso de direito é a falta de interesse legítimo, entendeu-se que, nesse caso, há claro interesse legítimo, dado que a cláusula em comento tem como intuito a alocação de riscos entre as partes contratantes, o que, por definição, reflete interesses econômicos legítimos de ambas as partes. Ademais, como pontuado adiante, a cláusula de *sandbagging* pode ser utilizada como propulsora de eficiência, a fim de reduzir custos de transação, o que torna de utilidade inquestionável o exercício dos direitos consubstanciados na referida cláusula.

Em relação aos demais critérios para configuração de abuso de direito, entendeu-se, igualmente, que não se pode identificar, ao menos como regra, desvio de finalidade dos direitos previstos na cláusula pró-*sandbagging*, dado que a finalidade da referida cláusula é, justamente, a alocação de riscos entre as partes.

Por fim, o critério relativo à obtenção de vantagem desproporcional *vis-à-vis* o prejuízo da outra parte também não pode ser verificado em geral. Em se tratando de uma relação paritária, como é geralmente o caso nas negociações envolvendo compra e venda de participação societária, presume-se que a alocação de riscos acordada pelas partes foi considerada aceitável e razoável considerando o contexto negocial em questão. Outrossim, o exercício dos direitos pactuados por meio de uma cláusula de *sandbagging* não deveria atribuir a nenhuma das partes uma vantagem desproporcional, ponderando, para tanto, as circunstâncias negociais.

Não obstante as conclusões acima no sentido de que, como regra, o exercício dos direitos consubstanciados na cláusula de *sandbagging* não deveria configurar abuso de direito, como qualquer outro direito subjetivo, estes também estão limitados aos ditames da vedação ao abuso de direito. Por conseguinte, não se pode afastar a possibilidade de existirem situações em que o exercício dos direitos atribuídos por meio de uma cláusula pró-*sandbagging* (ou, ainda, *anti-sandbagging*) viola os princípios de direito privado previstos no art. 187 do Código Civil e/ou preencha as hipóteses previstas na concepção objetiva que

configuram abuso de direito (i.e., falta de interesse legítimo, desvio de finalidade social e obtenção de vantagem desproporcional).

(iii) Funcionalidade e operatividade do comércio jurídico (*Funktionsfähigkeit des Geschäftsverkehr*)

Neste item, examinou-se a prática de *sandbagging vis-à-vis* o papel do fluxo informacional para a funcionalidade e a operatividade do comércio jurídico, considerando a existência de disparidade informacional entre as partes contratantes. Para tanto, serviram como base análises de casos feitas por diversos doutrinadores e pensadores ao longo da história.

Em linhas gerais, concluiu-se que a troca de informações é essencial para o bom funcionamento do comércio, dado que as informações são fundamentais para garantir o consentimento racional e esclarecido. Assim, incentivar o fluxo informacional é benéfico para o bom funcionamento do comércio e atende, portanto, não apenas os interesses individuais como também os interesses coletivos. Viu-se também que a troca de informações pode ser utilizada como instrumento para redução de custos de transação.

Por outro lado, observou-se que a informação é um bem econômico merecedor de proteção, ponderando, portanto, se, e em que medida, os agentes econômicos deveriam ser obrigados a renunciar aos benefícios que decorrem da posse desse bem.

Com base nas ponderações e reflexões, entendeu-se que é possível argumentar que a prática de *sandbagging* deveria ser condenada por estar na contramão dos direitos e deveres imputados à parte possuidora de informações. Ou seja, a prática de *sandbagging* prejudicaria a operacionalidade do sistema por não “honrar” a função das informações para aprimoramento do fluxo comercial.

Contudo, entende-se que nem sempre essa prática deve ser condenada, haja vista que, como visto por meio da análise de casos, há situações em que o comprador teria o direito de utilizar seu conhecimento para obter vantagem econômica.

(iv) Desalinhamento com a orientação geral do sistema jurídico brasileiro

Um dos argumentos contrários à prática de *sandbagging* é o de que esta violaria a orientação geral do ordenamento jurídico brasileiro no sentido de que o comprador não pode ser beneficiar de falhas e vícios da coisa adquirida que já conhecia, sendo o vendedor

responsável apenas por vícios ocultos da coisa alienada. Esse argumento se baseia nos dispositivos legais relativos à evicção e aos vícios redibitórios.

Concluiu-se que há dispositivos no ordenamento jurídico brasileiro que, de fato, indicam a existência de uma orientação geral no sentido de que o conhecimento prévio por parte do comprador acerca de determinado vício acarreta eliminação de responsabilidade do vendedor. Não obstante, entendeu-se que essa orientação geral não tem caráter cogente e, portanto, pode ser afastada pelas partes.

Ou seja, assim como as partes podem, por cláusula expressa no contrato, reforçar, diminuir ou excluir a responsabilidade por evicção e vícios redibitórios, podem também estipular cláusulas pró-*sandbagging*.

(v) Confirmação de negócio jurídico anulável

Concluiu-se que somente caso se esteja diante de uma falsidade da declaração e garantia que atinja elemento substancial do negócio e seja escusável e, portanto, torne o negócio jurídico anulável por erro, nos termos do art. 138 do Código Civil, e se o comprador optar por confirmar o negócio anulável (i.e., realizar o fechamento da operação de compra e venda) sem que tenha ressalvado seus direitos a indenização, em prol da segurança jurídica, todas as ações, ou exceções, que o comprador dispuser contra o vendedor serão extintas, por força do art. 175 do Código Civil. Aqui, observou-se que a negociação de uma cláusula pró-*sandbagging* pode ser considerada uma forma de o vendedor ressaltar seus direitos à indenização.

(vi) Interpretação e integração da declaração negocial por meio dos usos do meio

Apesar de os usos e costumes representarem uma possível abordagem para a interpretação e a colmatação de lacunas de contratos, especificamente no que diz respeito aos contratos omissos quanto à possibilidade de *sandbagging* no setor de M&A, não se identificou, nesse momento, a existência de qualquer das três espécies de usos e costumes (i.e., práticas, usos ou costumes) que pudessem direcionar a interpretação e/ou a colmatação de lacunas.

(vii) Vedação à renúncia antecipada de direito

Entendeu-se que as cláusulas objeto deste estudo podem ser analisadas sob duas óticas distintas à luz dos limites à renúncia antecipada de direito.

Por um lado, pode-se alegar que a renúncia de direito decorrente da negociação dessas cláusulas não deveria ser abarcada pelo ordenamento pátrio, haja vista que as partes não podem saber de antemão quais serão as exatas consequências jurídicas da renúncia (e.g., valor do dano, prazo para que dano seja incorrido etc.). Assim, não haveria vontade qualificada para que a renúncia seja admissível.

Por outro lado, especialmente em se tratando de uma relação paritária, em que ambas as partes são sofisticadas e bem assessoradas, considerando que a cláusula de *sandbagging* trata de informações divulgadas (ou seja, informações que estão “à luz” e não “às sombras” da esfera de conhecimento das partes), pode-se entender que a negociação dessa cláusula não extrapola os limites da admissibilidade da renúncia antecipada de direitos.

Nessa esteira, reputou-se ser lícito às partes negociar cláusulas de *sandbagging* e *anti-sandbagging* com o intuito de atingir a almejada equação econômica do contrato de alienação de participação societária – i.e., alocação de riscos – sem que isso implique infração dos limites à renúncia antecipada de direitos no ordenamento brasileiro.

(viii) Nulidade do negócio jurídico por simulação

Há a possibilidade de defender que, na hipótese em que ambas as partes – comprador e vendedor – estão cientes da inveracidade de determinada declaração e garantia, poder-se-ia caracterizar simulação, o que acarretaria a nulidade do negócio jurídico, nos termos do art. 167 do Código Civil. Não obstante, entendeu-se que esse argumento não deveria prosperar, haja vista a ausência do requisito essencial de ludibriar terceiros para se configurar a simulação.

b. Principais conclusões – argumentos favoráveis ao *sandbagging*

(ix) Adequação aos princípios contratuais: autonomia privada, boa-fé objetiva e função social do contrato

Neste item, concluiu-se que, privilegiando o princípio da autonomia da vontade das partes, seria possível negociar uma cláusula pró-*sandbagging* (ou mesmo *anti-sandbagging*), dada a liberdade contratual de as partes estipularem no contrato cláusulas que melhor atendem às necessidades da operação.

Ressaltou-se, inclusive, que tais cláusulas são, muitas vezes, fundamentais para que as partes alcancem um arranjo contratual adequado à vista do preço estipulado entre ambas. Com efeito, a cláusula da *sandbagging* não só não contraria o princípio da função social do contrato como, frequentemente, torna o negócio jurídico viável (i.e., compra e venda de participação societária), na medida em que se mostra uma ferramenta útil para a minimização de custos de transação *ex ante*. Destarte, o contrato é útil às partes e cumpre sua função social, não devendo, portanto, ser rejeitado pelo ordenamento jurídico sob essa ótica.

Reputou-se que referidas cláusulas são, via de regra, consideradas válidas, dado que as partes são livres para distribuir os riscos contratuais, o que inclui o risco de incorreções das declarações e garantias prestadas pelo vendedor, independentemente do conhecimento prévio do comprador.

Entendeu-se, portanto, que geralmente o exercício da autonomia privada das partes ao negociar uma cláusula de *sandbagging* não viola os princípios da boa-fé, confiança e autorresponsabilidade, dado que ambas as partes possuem legítima expectativa a respeito da conduta futura da outra parte ao negociar uma cláusula nesse sentido (i.e., reclamar por danos decorrentes de violações das declarações e garantias prestadas após o fechamento da operação).

Assim, tendo sido expressamente acordada a cláusula pelas partes, privilegiando a autonomia da vontade e o princípio do *pacta sunt servanda* e, conseqüentemente, a previsibilidade e a segurança jurídica (elementos tidos como fundamentais para o fluxo das relações comerciais), reputou-se que a cláusula de *sandbagging* é válida, devendo produzir seus efeitos no ordenamento jurídico. Não haveria, portanto, qualquer conduta desleal do adquirente protegido pela cláusula de *sandbagging*, tampouco estaria o comprador se

beneficiando da própria torpeza, ao exercer seus remédios em face de um dano causado por contingência já conhecida.

(x) Eficiência das negociações

Neste item, analisaram-se os modos como a cláusula pró-*sandbagging* pode ser utilizada para impulsionar a eficiência nas negociações considerando o desejo de que os custos de transação sejam minimizados. Para tanto, destaca-se novamente que a análise foi realizada partindo da premissa de que existe assimetria informacional entre as partes, porquanto o vendedor é, via de regra, ao menos *a priori*, a parte que detém mais informações a respeito da sociedade-alvo.

Sob a ótica da existência de um dever de informar do comprador sobre inveracidades apuradas nas declarações e garantias prestadas pelo vendedor, apurou-se que inexistente um dever geral de informar e que esse dever deve ser sempre apurado em conjunto com o dever de autoinformação. Destarte, reputou-se que não deveria ser imputado ao comprador, via de regra, o dever de informar o vendedor acerca dessas inveracidades.

Do ponto de vista da eficiência no que tange aos custos de transação, constatou-se que a cláusula pró-*sandbagging* pode ser utilizada pelos advogados, que atuam como *engenheiros de custos de transação*, como uma ferramenta para a minimização desses custos *ex ante*, visto que, caso as partes não possam se valer de nenhuma das informações divulgadas antes da conclusão da operação – lembrando que comumente é disponibilizado um volume exacerbado de informações ao longo da *due diligence* –, deverão, necessariamente, negociar e precificar *ex ante* todas as contingências divulgadas, o que acarreta elevados custos de transação com a verificação de informações, honorários, dentre outros custos relacionados.

Em face desse cenário, de modo a evitar o prolongamento de negociações – que já são naturalmente bastante extensas e intensas –, as partes podem optar por manter certos assuntos sem determinação expressa no contrato, tendo em vista a baixa probabilidade de a contingência em questão se materializar e na expectativa de que as partes ajam de forma cooperativa *ex post*, caso a discussão venha a surgir futuramente.

Assim, em vez de optarem por precificar todas as contingências divulgadas *ex ante*, podem as partes simplesmente negociar uma cláusula pró-*sandbagging* e determinar que o comprador preserva seus direitos de demandar o vendedor pelos danos decorrentes de

eventuais inveracidades nas declarações e garantias por ele prestadas *se e quando* o dano for incorrido.

Além da redução de custos de transação *ex ante*, verificou-se que muitas vezes a inclusão de uma cláusula pró-*sandbagging* pode também reduzir os custos *ex post*. Isto pois, apesar de ser intuitivo crer que a negociação de uma cláusula *anti-sandbagging* diminuiria as chances de haver um litígio entre as partes em virtude de danos decorrentes de falsidade das declarações e garantias, na prática, as partes provavelmente litigarão a respeito do conhecimento do comprador em relação à referida falsidade, para fins da aplicação da cláusula *anti-sandbagging*. Dado o grande volume de informações costumeiramente divulgadas no âmbito de uma *due diligence* conduzida para fins da operação, entendeu-se que discussões acerca do efetivo conhecimento do comprador podem vir a ser prologadas, acarretando elevados custos de transação.

Ademais, como se apurou, a cláusula de *sandbagging* pode ser benéfica para fins da redução da assimetria informacional. A inclusão de uma cláusula pró-*sandbagging* naturalmente incentivará o vendedor a rever as declarações e garantias por ele prestadas, incluindo os *disclosure schedules*, de forma mais cautelosa, dado que sua obrigação estará limitada ao que foi divulgado por meio das declarações e garantias. Portanto, é do interesse do vendedor assegurar que as declarações e garantias tenham sido prestadas da forma mais completa e precisa possível.

Caso seja pactuada uma cláusula *anti-sandbagging*, por outro lado, as declarações e garantias como instrumento para minimização de assimetria informacional podem não ser utilizadas do modo mais eficiente. Ainda que seja intuitivo, *prima facie*, esperar que a negociação de uma cláusula *anti-sandbagging* incentivasse a troca de informação entre as partes contratantes, porquanto o vendedor estaria mais incentivado a informar para se eximir de responsabilidade, tal estrutura pode gerar um “incentivo perverso”, já que pode incentivar o vendedor a disponibilizar uma quantidade excessiva de documentos, a fim de se eximir de suas obrigações.

Como consequência, o vendedor estaria desvirtuando a *due diligence* e o dever de informar, tendo em vista não ser possível processar todas as informações de modo satisfatório, correndo o risco de as partes não darem o devido enfoque às questões mais relevantes.

Pelos motivos expostos, reputou-se que a cláusula de *sandbagging* pode ser utilizada para redução de custos de transação *ex ante* e *ex post*, bem como para reduzir a assimetria informacional entre as partes. Desse modo, entendeu-se que a cláusula em comento pode ser utilizada como propulsora de eficiência nas negociações.

(xi) A adequação da cláusula de *sandbagging* aos regimes aplicáveis às declarações e garantias

Neste item, apurou-se que a cláusula pró-*sandbagging* é compatível com os regimes aplicáveis às declarações e garantias.

Na função *assecuratória*, há quem possa alegar que, estando ambas as partes cientes de que determinada declaração e garantia é imprecisa ou falsa (i.e., existindo conhecimento prévio em relação à inveracidade ou falsidade das declarações e garantias), não estaria presente um dos elementos fundamentais da obrigação de garantia: o risco. Contudo, apesar de já existir a contingência (inclusive já conhecida), há, sem dúvida, riscos quanto ao prazo para materialização e ao efetivo valor da contingência.

Por exemplo, é possível que ambas as partes estejam cientes da existência de uma demanda em curso em face da sociedade-alvo, mas isso não elimina o risco existente quanto à efetiva condenação da sociedade-alvo no curso da demanda, quanto ao prazo em que a sociedade-alvo será condenada a desembolsar recursos no âmbito da demanda e quanto ao valor da eventual condenação.

Observou-se que, em um cenário em que a perda é materializada entre o momento da assinatura do instrumento de compra e venda (*signing*) e a conclusão da operação (*closing*) – e.g., um cenário em que a condenação da sociedade-alvo no âmbito da demanda em curso antes do *signing* ocorre nesse ínterim –, tem-se, de fato, a eliminação do risco, já que é possível identificar a efetiva magnitude deste, tendo, inclusive, ocorrido o desembolso do valor atrelado à demanda pela sociedade-alvo. Nesse cenário, a cláusula de declaração e garantia combinada com uma cláusula de *sandbagging* não são estruturadas de modo a criar uma obrigação de garantia, mas uma sistemática de pagamento de preço.

Na função *conformativa*, por sua vez, a cláusula pró-*sandbagging* reflete a escolha da parte lesada (i.e., o comprador) de exigir o cumprimento de indenização por perdas e danos (em vez de optar pela resolução do contrato), nos termos do art. 475 do Código Civil.

(xii) A rejeição de situações patológicas pelo ordenamento jurídico

Como argumento complementar à aceitação da prática de *sandbagging*, entendeu-se que nosso ordenamento jurídico tutela situações totalmente indesejáveis que podem

decorrer dessa prática *in casu*. Além da necessidade de respeitar os princípios já tratados, destacam-se aqui os institutos do dolo, especialmente o dolo por omissão, e da lesão.

Concluiu-se, portanto, que, ainda que os institutos referenciados possam não tutelar todas as situações práticas envolvendo a prática de *sandbagging* que não devem ser admitidas por violarem princípios, as referidas normas reforçam a proteção existente em nosso ordenamento para invalidar situações patológicas e totalmente indesejáveis.

c. Considerações finais

Com base nas análises desenvolvidas ao longo deste estudo, reputa-se que a cláusula de *sandbagging*, assim como a cláusula *anti-sandbagging*, não deveriam, como regra, ser consideradas inválidas, visto que, *in abstracto*, não violam o ordenamento posto. As partes contratantes, via de regra em situação paritária e bem assessoradas, podem recorrer à autonomia privada para alocar os riscos decorrentes de passivos da sociedade-alvo, inclusive daqueles já conhecidos. Como visto anteriormente, a negociação de cláusula pró-*sandbagging* pode ser, inclusive, utilizada de modo a proporcionar maior eficiência nas negociações.

Obviamente, a negociação dessas cláusulas não tem o condão de derogar os regimes impostos por certas normas cogentes, a exemplo da boa-fé objetiva. Assim, caso seja apurado, de forma tópica, abuso de direito, conduta contraditória e desleal, enriquecimento indevido ou quebra de legítima expectativa, como se verificou, o regime da boa-fé pode incidir de maneira a modular os efeitos da cláusula em comento, evitando que sua aplicação se dê de modo a violar o ordenamento posto.

A tarefa é mais difícil diante de um contrato omissivo em relação às cláusulas pró-*sandbagging* e *anti-sandbagging*. Como apontado pelos doutrinadores referenciados neste estudo, pode-se verificar uma orientação geral do ordenamento jurídico brasileiro no sentido de que o vendedor não deve ser responsabilizado por vícios aparentes do objeto da compra e venda. Seguindo essa linha de raciocínio, em contratos omissivos, o comprador, em princípio, não teria direito a demandar o vendedor por vícios dos quais tinha conhecimento antes da conclusão da operação.

Contudo, entende-se que a prática de M&A não opera de forma alinhada com esse entendimento. Como pontuado ao longo deste trabalho, comumente é disponibilizado volume exacerbado de informações no âmbito das *due diligences* conduzidas no contexto

das negociações de compra e venda de participação societária, dificultando seu processamento e a filtragem daquilo que efetivamente tem relevo para a operação.

Desse modo, não parece razoável, tampouco desejável do ponto de vista da economia de custos de transação, que toda e qualquer informação, ainda que pouco relevante se considerada individualmente *vis-à-vis* a operação como um todo, tenha que ser precificada *ex ante*, sob pena de não mais poder ser reclamada futuramente.

Em face do exposto, de modo a aproximar a teoria da prática, para que se entenda que os contratos omissos em relação à cláusula em comento tenham, em abstrato, regramento *anti-sandbagging*, será necessário adequar a maneira como são conduzidas as *due diligences* (que, muitas vezes, envolvem o processamento de dezenas ou centenas de milhares de documentos) e/ou estabelecer um *standard* de conhecimento qualificado.

Ou seja, de modo a tornar a prática compatível com o regramento *anti-sandbagging*, nem toda informação simplesmente disponibilizada no *data room* no curso da *due diligence* deveria ser considerada inserida no campo de conhecimento do comprador. Seria necessário que houvesse alinhamento doutrinário e jurisprudencial no sentido de que apenas fatos debatidos pelas partes ou disponibilizados inequivocamente fossem considerados conhecidos. Destaca-se, ainda, o desafio relativo à imputação de conhecimento às sociedades, como tratado de forma breve no capítulo introdutório deste estudo.

Conclui-se, portanto, este estudo com essa reflexão a respeito de como o entendimento doutrinário sobre a prática de *sandbagging*, especialmente se refletido nos tribunais, pode alterar de forma substancial a prática de M&A. De todo modo, entende-se que a discussão acerca do *sandbagging* é ainda bastante incipiente, sobretudo no contexto nacional. Assim, espera-se que ainda haja desenvolvimentos relevantes sobre o tema. Procurou-se, aqui, contribuir para essa importante e atual discussão jurídica em torno dessa questão sob enfoque teórico, mas notadamente prático.

REFERÊNCIAS

- AMORIM FILHO, Agnelo. Critério científico para distinguir a prescrição da decadência e para identificar as ações imprescritíveis. *Revista de Direito Processual Civil*, v. 3, p. 95-132, 1961.
- ANTUNES, Ana Filipa Morais. Da irrenunciabilidade antecipada a direitos. In: *Homenagem ao Professor Doutor Germano Marques da Silva*. Lisboa: Universidade Católica Editora, 2020. v. 1. p. 79-111.
- ARROW, Kenneth J. The organization of economic activity: issues pertinent to the choice of market versus non-market allocation. In: *In the analysis and evaluation of public expenditures: the PBB-system, joint economic committee, 91st Cong., 1st sess.* [S. l.: s. n.], 1969.
- AVERY, Daniel; WEINTRAUB, Daniel H. Trends in M&A provisions: “sandbagging” and “anti-sandbagging” provisions. *Bloomberg Law Reports*, v. 5, n. 6, 2011.
- AZEVEDO, Álvaro Villaça. *Curso de direito civil: teoria geral dos contratos*. 4. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2019.
- AZEVEDO, Álvaro Villaça. *Teoria geral dos contratos típicos e atípicos: curso de direito civil*. São Paulo: Atlas, 2002.
- AZEVEDO, Antonio Junqueira de. Insuficiências, deficiências e desatualização do Projeto de Código Civil na questão da boa-fé objetiva nos contratos. *Revista Trimestral de Direito Civil*, v. 1, n. 1, p. 3-12, 2000.
- AZEVEDO, Antônio Junqueira de. *Negócio jurídico: existência, validade e eficácia*. 4. ed. atual. de acordo com o novo Código Civil (Lei n. 10.406, de 10-1-2002). São Paulo: Saraiva, 2002.
- AZEVEDO, Antônio Junqueira de. *Novos estudos e pareceres de direito privado*. São Paulo: Saraiva, 2009.
- BARNETT, Randy. The sound of silence: default rules and contractual consent. *Georgetown Law Faculty Publications and Other Works*, 1992.
- BENETTI, Giovana. Dever de informar versus ônus de autoinformação na fase pré-contratual. In: *A evolução do direito empresarial e obrigacional: os 18 anos do Código Civil. Obrigações e contratos*. São Paulo: Quartier Latin, 2021. v. 2. p. 89-120.
- BENETTI, Giovana. *Dolo no direito civil: uma análise da omissão de informações*. São Paulo: Quartier Latin, 2019.
- BERALDO, Leonardo de Faria. Os 18 anos da função social do contrato. In: *A evolução do direito empresarial obrigacional: 18 anos do Código Civil*. São Paulo: Quartier Latin, 2021. v. 2. p. 307-349.

BETTI, Emilio. *Teoria geral do negócio jurídico*. Campinas: Servanda, 2008.

BRANDÃO, Caio; HANSZMANN, Felipe; MAFRA, Ricardo. Contingências ocultas em contratos de M&A: vícios redibitórios, evicção e declarações e garantias. *In: A evolução do direito empresarial e obrigacional: os 18 anos do Código Civil*. Obrigações e contratos. São Paulo: Quartier Latin, 2021. v. 2. p. 147-169.

BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. *Compra e venda de participações societárias de controle*. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

BUTRUCE, Vitor. Princípios do *design* contratual: uma nova semântica para as disputas relativas aos contratos empresariais. *In: A evolução do direito empresarial e obrigacional: os 18 anos do Código Civil*. Obrigações e contratos. São Paulo: Quartier Latin, 2021. v. 2. p. 43-85.

CAHALI, Yussef Said. *Prescrição e decadência*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2012.

CHOI, Albert; TRIANTIS, George. Strategic vagueness in contract design: the case of corporate acquisitions. *The Yale Law Journal*, v. 119, p. 848-1121, 2009.

COASE, R. H. The nature of the firm. *Economica*, v. 4, n. 16, p. 386-405, 1937.

COASE, R. H. The problem of social cost. *The Journal of Law & Economics*, v. III, 1960.

COATES, John C. *Allocating risk through contract: evidence from M&A and policy implications*. Rochester: Social Science Research Network, 2012. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/abstract=2133343>. Acesso em: 21 out. 2021.

COLE, Brandon. Knowledge is not necessarily power: sandbagging in New York M&A transactions. *The Journal of Corporation Law*, v. 42, p. 445-459, 2016.

COMIRAN, Giovana Cunha. *Os usos comerciais: da formação dos tipos à interpretação e integração dos contratos*. São Paulo: Quartier Latin, 2019.

COMPARATO, Fábio Konder. *O seguro de crédito: estudo jurídico*. São Paulo: RT, 1968.

COMPARATO, Fábio Konder. Obrigações de meio, de resultado e de garantia. *In: Ensaios e pareceres de direito empresarial*. Rio de Janeiro: Forense, 1978. p. 521-539.

COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. 6. ed. Rio de Janeiro: Grupo Gen – Forense, 2000. Disponível em: <http://public.ebookcentral.proquest.com/choice/publicfullrecord.aspx?p=3237778>. Acesso em: 9 maio 2020.

COUTO E SILVA, Clóvis Veríssimo do. *A obrigação como processo*. Rio de Janeiro: Editora FGV, 2007.

DINIZ, Maria Helena. *Lei de Locações de Imóveis Urbanos comentada: Lei n. 8.245, de 18.10.1991*. 12. ed. São Paulo: Saraiva, 2012.

DUARTE, Nestor. *Código Civil comentado: doutrina e jurisprudência*. Lei n. 10.406, de 10.01.2002. Barueri: Manole, 2016.

EPSTEIN, Richard A. Contracts small and contract large: contract law through the lens of laissez-faire. *Coase-Sandor Institute for Law & Economics Working Paper*, 1997.

FERRO, Marcelo Roberto; GARCIA DE SOUZA, Antonio Pedro. International post-M&A arbitrations in Brazil. *In: International arbitration: law and practice in Brazil*. Oxford: Oxford University Press, 2020.

FLEISCHER, Holger. El error del vendedor sobre las cualidades que aumentan el valor de la cosa vendida a la luz del derecho comparado. *Revista de Derecho Privado*, v. 19, p. 111-134, 2010.

FLEISCHER, Holger. *Informationsasymmetrie im Vertragsrecht: eine rechtsvergleichende und interdisziplinäre Abhandlung zu Reichweite und Grenzen vertragsschlußbezogener Aufklärungspflichten*. München: Beck, 2001 (Schriften des Instituts für Arbeits- und Wirtschaftsrecht der Universität zu Köln, 85).

FLEISCHER, Holger; KÖRBER, Torsten. Due Diligence und Gewährleistungen beim Unternehmenskauf. *Betriebs Berater*, p. 841-849, 2001.

FORGIONI, Paula A. A interpretação dos negócios empresariais no novo Código Civil Brasileiro. *Revista de Direito Mercantil*, n. 130, p. 7-38, 2003.

GALGANO, Francesco. The new Lex Mercatoria. *Annual Survey of International & Comparative Law*, v. 2, n. 1, 2010. Disponível em: <https://digitalcommons.law.ggu.edu/annlsurvey/vol2/iss1/7>. Acesso em: 9 abr. 2022.

GALLI, Maria Luiza Temporini Costa. Do ato anulável. *Revista de Direito Civil*, 47. ed., São Paulo: Revista dos Tribunais, p. 29-39, 1989.

GILSON, Ronald J. Value creation by business lawyers: legal skills and asset pricing. *The Yale Law Journal*, v. 94, n. 2, p. 239, 1984.

GODOY, Claudio Luiz Bueno de. *Função social do contrato: os novos princípios contratuais*. São Paulo: Saraiva, 2004 (Coleção Prof. Agostinho Alvim).

GOMES, José Ferreira. *M&A: aquisição de empresas e de participações sociais*. Lisboa: AAFDL, 2022.

GOMES, José Ferreira; GONÇALVES, Diogo Costa. *A imputação de conhecimento às sociedades comerciais*. Coimbra: Almedina, 2017 (Coleção Monografias).

GOMES, Orlando. *Introdução ao direito civil*. 22. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2019.

GOMES, Orlando; BRITO, Edvaldo; AZEVEDO, Antonio Junqueira de et al. *Contratos*. 26. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2007.

GONÇALVES, Carlos Roberto. *Direito civil brasileiro*. 16. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2019.

GRANTHAM, Ross. Corporate knowledge: identification or attribution? *The Modern Law Review*, v. 59, n. 5, p. 732-737, 1996.

GRECCO, Renato. *O momento da formação do contrato: das negociações preliminares ao vínculo contratual*. São Paulo: Almedina Brasil, 2019.

GREZZANA, Giacomo. *A cláusula de declarações e garantias em alienação de participação societária*. São Paulo: Quartier Latin, 2019.

GREZZANA, Giacomo. Cláusula de irrelevância da ciência prévia do adquirente sobre a contingência da sociedade-alvo em alienação de participação societária (cláusula de irrelevância de ciência prévia – “sandbagging provisions”). *Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários*, São Paulo: Almedina, v. 11, p. 105-132, 2020.

HAICAL, Gustavo. Os usos do tráfico como modelo jurídico e hermenêutico do Código Civil de 2002. *Revista de Direito Privado*, v. 50, p. 11-47, 2012.

HARRISON, Jeffrey L. Rethinking mistake and nondisclosure in contract law. *Geo. Mason L. Rev.*, v. 17, p. 335-375, 2010.

HERMANN, Donald H. J. Review of “Economic Analysis of Law,” by Richard A. Posner. *Washington University Law Review*, v. 1974, p. 354-374, 1974.

JASTRZEBSKI, Jacek. “sandbagging” and the distinction between warranty clauses and contractual indemnities. *UC Davis Business Law Journal*, v. 19, p. 207-251, 2019.

KALANSKY, Daniel; SANCHEZ, Rafael Biondi. *Sandbagging clauses nas operações de fusões e aquisições*. In: *Novos temas de direito e corporate finance*. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 147-156.

KRONMAN, Anthony T. Mistake, disclosure, information and the laws of contracts. *The Journal of Legal Studies*, v. 7, n. 1, p. 1-34, 1978.

LEAL, Antonio Luís da Câmara. *Da prescrição e da decadência*. 3. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1978.

LEITE, Clarisse Frechiani Lara. *Evicção e processo*. São Paulo: Saraiva, 2013. Disponível em: <http://site.ebrary.com/id/11005004>. Acesso em: 19 out. 2021.

LEVADA, Claudio Antônio Soares. Responsabilidade civil por abuso de direito. In: *Responsabilidade civil: teoria geral*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2010. v. 1. p. 733-744.

LOPEZ, Teresa Ancona. Exercício do direito e suas limitações: abuso do direito. *Revista dos Tribunais*, v. 885, p. 49-68, 2009.

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

MARTINS, Ricardo Marcondes. *Abuso de direito e a constitucionalização do direito privado*. São Paulo: Malheiros, 2010.

MARTINS-COSTA, Judith. *A boa-fé no direito privado: critérios para a sua aplicação*. São Paulo: Marcial Pons, 2015.

MARTINS-COSTA, Judith. Critérios para aplicação do princípio da boa-fé objetiva (com ênfase nas relações empresariais). In: *Estudo de direito privado e processual civil*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2014. p. 189-229.

MENEZES CORDEIRO, António Manuel da Rocha e. *A boa-fé no direito civil*. Coimbra: Almedina, 1953.

MIRANDA, Custódio da Piedade Ubaldino. *Interpretação e integração dos negócios jurídicos*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1989.

NITSCHKE, Guilherme Carneiro Monteiro. Colmatação de lacunas contratuais: insuficiências do Código Civil, deficiências da Lei da Liberdade Econômica e o trabalho de doutrina. In: *A evolução do direito empresarial e obrigacional: os 18 anos do Código Civil. Obrigações e contratos*. São Paulo: Quartier Latin, 2021. v. 2. p. 351-396.

NITSCHKE, Guilherme Carneiro Monteiro. *Lacunas contratuais e interpretação: história, conceito e método*. São Paulo: Quartier Latin, 2019.

NITSCHKE, Guilherme Carneiro Monteiro. Usos e costumes no direito contratual brasileiro (ou, sobre a precisão da doutrina face à imprecisão do legislador). In: *Direito, cultura, método: leituras da obra de Judith Martins-Costa*. Rio de Janeiro: GZ Editora, 2019. p. 618-654.

OLIVEIRA, Caio Raphael Marotti de. *A cláusula pro-sandbagging (conhecimento prévio) em contratos de alienação de participação acionária*. 2020. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2020. Disponível em: doi:10.11606/D.2.2020.tde-04052021-153205. Acesso em: 1 abr. 2022.

PANHARD, Maxime. When contractual good faith meets a controversial M&A issue: the sandbagging practice in international arbitration. *The International Lawyer*, v. 51, p. 69-86, 2018.

PARGENDLER, Mariana; PORTUGAL GOUVÊA, Carlos. As diferenças entre declarações e garantias e o efeito do conhecimento. In: *Direito societário, mercado de capitais, arbitragem e outros temas: homenagem a Nelson Eizirik*. São Paulo: Quartier Latin, 2020. v. III. p. 143-180.

PERES, Tatiana Bonatti. Abuso do direito. *Revista de Direito Privado*, v. 43, p. 9-71, 2010.

PIRES, Catarina Monteiro. *Aquisição de empresas e de participações acionistas: problemas e litígios*. Coimbra: Almedina, 2018.

PONTES, Evandro Fernandes de. *Representations and warranties no direito brasileiro*. São Paulo: Almedina, 2014.

POSNER, Richard A. *Economic analysis of law*. 8. ed. New York: Aspen Publishers, 2011 (Aspen Casebook Series).

POSSIBLE shift in Delaware law: buyer's silence on sandbagging is not golden. *Business Law Today from ABA*. 28 set. 2018. Disponível em: <https://businesslawtoday.org/2018/09/possible-shift-delaware-law-buyers-silence-sandbagging-not-golden/>. Acesso em: 24 fev. 2022.

PRATA, Ana. *Notas sobre responsabilidade pré-contratual*. Coimbra: Almedina, 2005.

RIBEIRO, Renato. Abuso de direito. In: *Experiências do direito*. Campinas: Millennium, 2004. p. 191-228.

ROPPO, Enzo. *O contrato*. Coimbra: Almedina, 2009.

ROSENVALD, Nelson. *Código Civil comentado: doutrina e jurisprudência*. Lei n. 10.406, de 10.1.2002. Barueri: Manole, 2016.

SACRAMONE, Marcelo Barbosa; GARCIA, Paulo Henrique R.; FILIPPO, Thiago Baldani G. Anulabilidade dos negócios jurídicos. In: *Negócio jurídico*. São Paulo: Quartier Latin, 2013. p. 183-225.

SANTOS NETO, José Antonio de Paula. Lesão enorme. In: *Responsabilidade civil: teoria geral*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2010. v. 2. p. 745-765.

SCHWARTZ, Alan; SCOTT, Robert E. The common law of contract and the default rule project. *Virginia Law Review Association*, n. 102, p. 1523, 2016.

SCOTT, Robert E.; TRIANTIS, George G. Anticipating litigation in contract design. *The Yale Law Journal*, n. 115, p. 814, 2006.

SHADDEN, Stacey A. How to sandbag your opponent in the unsuspecting world of high stakes acquisitions. *Creighton University Law Review*, v. 47, p. 459-476, 2014.

SIMÕES, Marcel Edvar. Breves notas para a concretização do princípio da função social do contrato. In: CUNHA FILHO, Alexandre Jorge Carneiro da; PICCELLI, Roberto Ricomini; MACIEL, Renata Mota (org.). *Lei da Liberdade Econômica anotada*. São Paulo: Quartier Latin, 2020. v. 2. p. 256-266.

SOUZA, Eduardo Nunes de. *Teoria geral das invalidades do negócio jurídico: nulidade e anulabilidade no direito civil contemporâneo*. São Paulo: Almedina, 2017.

STEINER, Renata C. *Descumprimento contratual: boa-fé e violação positiva do contrato*. São Paulo: Quartier Latin, 2014.

TAYLOR, Thomas R. *Sandbagging in M&A Transaction*. Durham Jones & Pinegar. Disponível em: <https://www.djplaw.com/news/sandbagging-in-ma-transactions/>. Acesso em: 9 maio 2020.

TEPEDINO, Gustavo; BARBOZA, Heloisa Helena; MORAES, Maria Celina Bodin de. *Código Civil interpretado. 2: Teoria geral dos contratos, contrato em espécie, atos unilaterais, títulos de crédito, responsabilidade civil, preferências e privilégios creditórios* (art. 421 a 495). 2. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Renovar, 2007.

TEPEDINO, Gustavo; BARBOZA, Heloisa Helena; MORAES, Maria Celina Bodin de. *Código Civil interpretado: conforme a Constituição da República*. Rio de Janeiro: Renovar, 2007.

TOMASEVICIUS FILHO, Eduardo. *O princípio da boa-fé no direito civil*. São Paulo: Almedina, 2020.

TOMASEVICIUS FILHO, Eduardo. Uma década de aplicação da função social do contrato: análise da doutrina e da jurisprudência brasileiras. *Revista dos Tribunais*, n. 940, p. 49-84, 2014.

TRINDADE, Marcelo. *Sandbagging e as falsas declarações em alienações empresariais*. In: CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de; AZEVEDO, Luis Andre; HENRIQUES, Marcus de Freitas (Org.). *Direito societário, mercado de capitais, arbitragem e outros temas: homenagem a Nelson Eizirik*. São Paulo: Quartier Latin, 2020. v. III. p. 91-104.

ULRICH, Huber. Die Praxis des Unternehmenskauf im System des Kaufrechts. *Archiv für die civilistische Praxis*, v. 202. Bd. H2, p. 179-242, 2002.

VIANA, Raphael Fraemam Braga. A função social dos contratos existenciais, de lucro e híbridos. In: EHRHARDT JÚNIOR, Marcos; LÔBO, Fabíola Albuquerque (org.). *A função social nas relações privadas*. Belo Horizonte: Fórum, 2019. p. 116-135.

VICENTE, Dário Moura. *Direito comparado: obrigações*. São Paulo: Almedina, 2018.

VON HAYEK, Friedrich August. *Individualism and economic order*. [S. l.]: Chicago University Press, 1948.

WALD, Arnoldo. O dolo acidental dos vendedores e as declarações e garantias prestadas. *Revista dos Tribunais*, v. 949, p. 95-103, 2014.

WHITEHEAD, Charles K. Sandbagging: default rules and acquisition agreements. *Cornell Law Faculty Publications*, v. Paper 919, 2011.

WILLIAMSON, Oliver E. *Economic institution of capitalism*. New York: The Free Press, 1985.

WILLIAMSON, Oliver E. Hierarchies, markets and power in the economy: an economic perspective. *Industrial and Corporate Change*, p. 21-49, 1995.

WOLF, Daniel. Sandbagging in Delaware. *The Harvard Law School Forum on Corporate Governance*. 20 jun. 2018. Disponível em: <https://corpgov.law.harvard.edu/2018/06/20/sandbagging-in-delaware/>. Acesso em: 24 fev. 2022.

ZANETTI, Cristiano de Sousa. A perda de interesse do credor. *In: Direito, cultura, método: leituras da obra de Judith Martins-Costa*. Rio de Janeiro: GZ Editora, 2019, p. 765-787.