

Alessandra Forgioni

**A cláusula de declarações e garantias nos contratos de compra e venda de participações societárias de controle**

Dissertação de Mestrado

Orientadora: Professora Dra. Juliana Krueger Pela

Universidade de São Paulo

Faculdade de Direito

São Paulo – SP

2023



Alessandra Forgioni

**A cláusula de declarações e garantias nos contratos de compra e venda de participações societárias de controle**

Dissertação apresentada à Banca Examinadora do Programa de Pós-Graduação em Direito da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo como exigência parcial para obtenção do título de Mestre em Direito, na área de concentração Direito Comercial, sob a orientação da Professora Dra. Juliana Krueger Pela.

Universidade de São Paulo

Faculdade de Direito

São Paulo – SP

2023

Autorizo a reprodução e divulgação total ou parcial deste trabalho, por qualquer meio convencional ou eletrônico, 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

---

Forgioni, Alessandra

A cláusula de declarações e garantias nos contratos de compra e venda de participações societárias de controle ; Alessandra Forgioni ; orientadora Juliana Krueger Pela -- São Paulo, 2023.

207

Dissertação (Mestrado - Programa de Pós-Graduação em Direito Comercial) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2023.

1. Contrato de compra e venda de participações societárias de controle. 2. Declarações e garantias. I. Krueger Pela, Juliana, orient. II. Título.

---

**Nome:** FORGIONI, Alessandra.

**Título:** A cláusula de declarações e garantias nos contratos de compra e venda de participações societárias de controle.

Dissertação apresentada à Banca Examinadora do Programa de Pós-Graduação em Direito da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo como exigência parcial para obtenção do título de Mestre em Direito, na área de concentração Direito Comercial, sob a orientação da Professora Dra. Juliana Krueger Pela.

**Aprovado em:** \_\_\_\_\_

**Comissão julgadora:**

Professor(a): \_\_\_\_\_

Instituição: \_\_\_\_\_

Julgamento: \_\_\_\_\_

Assinatura: \_\_\_\_\_

Professor(a): \_\_\_\_\_

Instituição: \_\_\_\_\_

Julgamento: \_\_\_\_\_

Assinatura: \_\_\_\_\_

Professor(a): \_\_\_\_\_

Instituição: \_\_\_\_\_

Julgamento: \_\_\_\_\_

Assinatura: \_\_\_\_\_



*À memória dos meus avós, Eugênio e Norma,  
fonte constante de saudade e inspiração.*



## AGRADECIMENTOS

À Professora Juliana Krueger Pela, pela confiança em mim depositada ao aceitar orientar este trabalho, pela condução firme e gentil dos meus passos ao longo dessa empreitada, pelos inúmeros ensinamentos – que em muito transbordam o universo jurídico – e pelo convívio estimulante e inspirador.

Ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro, pela inigualável oportunidade de participar dos encontros de seu grupo de estudos, nos quais generosamente compartilha sua vastíssima cultura, instigando e influenciando o pensamento daqueles que têm a sorte de ouvi-lo.

Aos Professores Cristiano de Souza Zanetti e Gabriel Saad Kik Buschinelli, pela participação na banca de qualificação deste trabalho e pela especial atenção que lhe dedicaram, fornecendo valiosos subsídios que em muito impactaram o resultado atingido.

Ao *Max Planck Institute for Comparative and International Private Law*, pela cortesia de sua equipe e pela honra de ter podido frequentar suas dependências como pesquisadora visitante, desfrutando da absoluta excelência de seu acervo e de suas instalações.

Aos colegas de escritório, pelos debates e aprendizados diários e pelo suporte durante a realização desta pós-graduação.

Às queridas amigas Marina Lima, Júlia Ascoli, Júlia Hebling, Paula Minardi, Victoria Malta e Rafaela Lacaz, companheiras de profissão, de academia e de vida, pelo apoio constante e pela partilha valiosa das alegrias e das angústias do processo de confecção deste trabalho.

À minha tia, pelo incentivo desde antes do meu ingresso na graduação, pelo exemplo e pelo privilégio de trilhar minha trajetória profissional e acadêmica ao seu lado. Aos meus pais e ao meu irmão, pelo respaldo incondicional e por todo o restante, que não cabe nessas breves palavras. À minha família inteira, pelo porto seguro.

Ao Mateus, meu grande parceiro neste e em qualquer desafio, pelas inúmeras horas de companhia, pelos diversos conselhos e sugestões, pelo incessante encorajamento e, principalmente, pelo reduto de acolhimento e calma que me proporcionou, possibilitando o desenvolvimento deste trabalho.



## RESUMO

FORGIONI, Alessandra. **A cláusula de declarações e garantias nos contratos de compra e venda de participações societárias de controle**. 2023. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2023.

A presente dissertação visa a investigar o valor preceptivo assumido pela cláusula de declarações e garantias para fins do regulamento contratual dos pactos de compra e venda de participações societárias de controle no âmbito do direito brasileiro. Para atingir esse objetivo, primeiro estabelecem-se algumas premissas, relacionadas principalmente à configuração socialmente típica da cláusula, à sua contextualização no instrumento contratual de compra e venda de participações societárias de controle e às funções que exerce nessa conjuntura, bem como à sua importação dos Estados Unidos da América e da Inglaterra para o Brasil. Na sequência, sustenta-se que, a depender do caso concreto, a cláusula pode (i) não apresentar valor preceptivo, hipótese na qual possui relevância como fonte de prova da eventual ocorrência, na fase pré-contratual, de violação ao princípio da boa-fé objetiva, de erro ou de dolo; (ii) exprimir valor preceptivo de submeter parcialmente a eficácia do negócio jurídico a condição suspensiva, sendo o regime usualmente alterável por decisão de uma das partes; e/ou (iii) refletir valor preceptivo de estabelecer dever contratual de responder pelo risco. Por fim, afastam-se as teses, aventadas pela doutrina, de que a cláusula poderia encerrar valor preceptivo (i) de indicação de qualidades da coisa vendida para fins da aplicação da disciplina dos vícios redibitórios e da evicção; (ii) de conformação da obrigação de dar do vendedor; ou (iii) de promessa de fato de terceiro.

**Palavras-chave:** Contrato de compra e venda de participações societárias de controle. Declarações e garantias. *Representations and warranties*.



## ABSTRACT

FORGIONI, Alessandra. **The representations and warranties clause in controlling share and quota purchase agreements.** 2023. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2023.

This master's dissertation seeks to investigate the preceptive value the representations and warranties clause assumes in the contractual regulation of controlling share and quota purchase agreements under Brazilian law. To achieve this objective, first, some preliminary assumptions are ascertained, mainly relating to the typical structure of the clause, its contextualization and its functions in the contract, as well as its import process from the United States of America and England to Brazil. Next, it is argued that, depending on the specific case, the clause may (i) not have a preceptive value and only be relevant as a source of proof of the possible occurrence, during the pre-contractual phase, of a violation to the good-faith principle, an error or a malicious act (*dolo*); (ii) convey the preceptive value of partially submitting the transaction to a condition precedent (*condição suspensiva*), usually with the possibility of one of the parties altering the regime; and/or (iii) express the preceptive value of establishing a contractual duty to bear risk. Finally, some thesis advanced by scholars are contradicted, namely that the clause could have the preceptive value of (i) indicating qualities of the shares/quotas for the purposes of the implied warranties regime (*vícios redibitórios e evicção*); (ii) incrementing the seller's obligation to deliver the shares/quotas; or (iii) creating a promise to shoulder responsibility for facts pertaining to a third person (*promessa de fato de terceiro*).

**Keywords:** Controlling share and quota purchase agreements. Representations and warranties. Brazil.



## SUMÁRIO

|  |    |
|--|----|
| 1. INTRODUÇÃO .....  | 15 |
| 1.1. Colocação do problema.....  | 17 |
| 1.2. Motivação da investigação .....   | 20 |
| 1.3. Delimitações do trabalho.....   | 24 |
| 1.4. Estrutura da exposição .....  | 27 |
| 2. CARACTERIZAÇÃO: A CLÁUSULA DE DECLARAÇÕES E GARANTIAS .....   | 29 |
| 2.1. <i>Caput</i> : abertura para as declarações e garantias.....  | 31 |
| 2.2. Itens: as declarações e garantias.....  | 33 |
| 2.2.1. Declarações e garantias impróprias.....   | 33 |
| 2.2.2. Declarações e garantias próprias .....  | 35 |
| 2.2.2.1. Exceções e limitações.....  | 39 |
| 2.2.2.2. Classificações tradicionais .....   | 43 |
| 2.2.2.3. Falsidades .....  | 45 |
| 2.3. Fechamento: ausência de declarações e garantias adicionais.....   | 48 |
| 3. CONTEXTUALIZAÇÃO: O CONTRATO DE COMPRA E VENDA DE PARTICIPAÇÕES SOCIETÁRIAS DE CONTROLE .....   | 49 |
| 3.1. Operação econômica .....  | 49 |
| 3.2. Negócio jurídico .....  | 51 |
| 3.2.1. Causa .....   | 52 |
| 3.2.2. Objeto .....  | 56 |
| 3.3. Instrumento contratual e funções exercidas pela cláusula de declarações e garantias antes e depois da sua assinatura.....               | 68 |
| 3.3.1. Negociações: a função informativa .....   | 68 |
| 3.3.2. Arquitetura contratual .....  | 75 |
| 3.3.2.1. Cláusula de declarações e garantias autônoma: a função probatória .....   | 79 |
| 3.3.2.2. Cláusula de declarações e garantias combinada com cláusula de exigências para o fechamento: a função assecuratória-liberatória..... | 80 |
| 3.3.2.3. Cláusula de declarações e garantias combinada com cláusula de indenização: a função assecuratória-reparatória .....                 | 85 |
| 4. IMPORTAÇÃO: O BODE EXPIATÓRIO PARA PROBLEMAS CONGÊNITOS DA CLÁUSULA DE DECLARAÇÕES E GARANTIAS.....                                       | 95 |

|  |     |
|--|-----|
| 4.1. <i>Representations and warranties</i> no seu habitat natural .....  | 96  |
| 4.1.1. Pano de fundo.....  | 96  |
| 4.1.2. Conceitos jurídicos subjacentes .....   | 98  |
| 4.1.2.1. <i>Representations e misrepresentations</i> .....   | 98  |
| 4.1.2.2. <i>Warranties e breaches</i> .....  | 103 |
| 4.1.3. Práticas de mercado.....  | 105 |
| 4.1.4. <i>Sandbagging</i> .....  | 108 |
| 4.2. Problemas congêntos das <i>representations and warranties</i> .....   | 114 |
| 5. PROPOSIÇÃO: OS DOIS POSSÍVEIS VALORES PRECEPTIVOS DA CLÁUSULA DE DECLARAÇÕES E GARANTIAS E SUA RELEVÂNCIA QUANDO ALHEIA AO REGULAMENTO CONTRATUAL .....     | 123 |
| 5.1. Ausência de valor preceptivo: fonte de prova.....   | 125 |
| 5.1.1. Objeto da prova .....   | 132 |
| 5.1.1.1. Violação ao princípio da boa-fé objetiva .....  | 132 |
| 5.1.1.2. Erro.....   | 141 |
| 5.1.1.3. Dolo.....   | 148 |
| 5.2. Primeira possibilidade de valor preceptivo: eficácia do negócio jurídico parcialmente condicionada e regime alterável por decisão de uma das partes ..... | 153 |
| 5.3. Segunda possibilidade de valor preceptivo: estabelecimento de dever contratual de responder pelo risco .....  | 159 |
| 6. CONTRAPOSIÇÃO: A REFUTAÇÃO DE OUTRAS CONCEPÇÕES DE VALORES PRECEPTIVOS DA CLÁUSULA DE DECLARAÇÕES E GARANTIAS.....  | 173 |
| 6.1. Indicação das qualidades da coisa para fins de aplicação da disciplina dos vícios redibitórios e da evicção .....   | 173 |
| 6.2. Conformação da obrigação de dar.....  | 180 |
| 6.3. Promessa de fato de terceiro.....   | 184 |
| 7. CONCLUSÃO .....   | 187 |
| REFERÊNCIAS .....  | 191 |

# 1. INTRODUÇÃO

O mercado global das chamadas operações de M&A<sup>1</sup> é responsável pela movimentação de trilhões de dólares por ano<sup>2</sup>, dando origem, com certa frequência, a notícias de negociações de dezenas de bilhões de dólares cada<sup>3</sup>. No Brasil, apenas entre 2015 e 2020, mais de 1,5 trilhão de reais circulou em decorrência de pactos dessa natureza<sup>4</sup>. Em 2021, as atividades atingiram o nível mais expressivo da última década, com a realização de acordos no valor total de 66 bilhões de dólares, sendo que aqueles considerados grandes (avaliados em mais de 10 bilhões de reais) responderam por cerca de metade do montante<sup>5</sup>.

Como não poderia deixar de ser, a estruturação jurídica de transações de tamanha relevância demanda a participação de exércitos de advogados, mobilizados para obter termos e condições mais benéficos a seus clientes. Apesar de todo o cuidado dedicado, não há, naturalmente, garantia de retorno do substancial investimento realizado. Na verdade, estudos costumam apontar na direção contrária, trazendo números e testemunhos pouco animadores sobre as taxas de sucesso dessa estratégia de crescimento empresarial<sup>6</sup>.

---

<sup>1</sup> A sigla “M&A” é comumente utilizada no Brasil e no estrangeiro para abreviar o jargão em inglês “mergers and acquisitions”, que, apesar de traduzir-se literalmente para o português como “fusões e aquisições”, engloba todo “o conjunto de medidas de crescimento externo ou compartilhado de uma corporação, que se concretiza por meio da ‘combinação de negócios’ e de reorganizações societárias” (BOTREL, Sérgio. **Fusões & aquisições**. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2017. p. 23).

<sup>2</sup> Desde 2004, as operações de M&A realizadas ao redor do mundo mobilizaram pelo menos 2 trilhões de dólares por ano. Em 2021, o valor total envolvido nessas transações foi de impressionantes 5,9 trilhões de dólares, o maior registrado até hoje (BAIN & COMPANY. **Global M&A report 2022: what the best companies did to win in a white-hot market**. 2022. Disponível em: <https://www.bain.com/insights/topics/m-and-a-report/>. Acesso em: 9 nov. 2022. p. 3 e 5).

<sup>3</sup> Grandes negociações concluídas em 2021, como aquelas envolvendo AT&T Inc./Discovery Inc., Medline Industries Inc. e Canadian Pacific Railway, foram avaliadas em mais de 30 bilhões de dólares cada (REUTERS. **Global M&A volumes hit record in 2021, breach \$ 5 trillion for the first time**. 2021. Disponível em: <https://www.reuters.com/markets/us/global-ma-volumes-hit-record-high-2021-breach-5-trillion-first-time-2021-12-31/>. Acesso em: 9 nov. 2022).

<sup>4</sup> DELOITTE. **Panorama of M&A in Brazil: 2021 outlook**. 2021. Disponível em: <https://www2.deloitte.com/br/en/pages/strategy-operations/articles/panorama-fusoes-aquisicoes-brasil.html>. Acesso em: 18 jul. 2022. p. 3.

<sup>5</sup> BAIN & COMPANY. op. cit. p. 123.

<sup>6</sup> “É comum pesquisas especializadas consignarem que o percentual de insucesso das operações varia entre 60 e 70%” (BOTREL, Sérgio. op. cit. p. 49). Na mesma linha: DELOITTE. **The state of the deal: M&A trends 2019**. 2019. Disponível em: <https://www2.deloitte.com/us/en/pages/mergers-and-acquisitions/articles/ma-trends-report.html>. Acesso em: 20 jul. 2019. p. 12 (reportando o resultado de pesquisa realizada em 2019, na qual mil executivos de empresas públicas e privadas foram entrevistados e 40% deles afirmou que metade das operações de M&A geram retorno do investimento ou valor abaixo do projetado); e JASTRZEBSKI, Jacek. Value creation in negotiations of contractual warranties and indemnifications. **European Company and Financial Law Review**, Berlin, v. 16, n. 3, p. 273-309, 2019. p. 288 (referindo-se ao acréscimo de valor inferior ao esperado). Contudo, em sentido contrário: DEPAMPHILIS, Donald M. **Mergers, acquisitions, and other restructuring activities: an integrated approach to process, tools, cases, and solutions**. 10<sup>th</sup> ed. San Diego: Academic Press, 2019. p. 28. Apresentando relato detalhado de diversos estudos na área, chamando a atenção para o fato de que a avaliação do sucesso de uma operação de M&A depende da premissa adotada e argumentando que os investidores não deveriam esperar lucros anormais, mas sim ficar satisfeitos na hipótese de os retornos posteriores à transação serem iguais

Uma miríade de fatores negociais e práticos pode ser responsável por eventuais dificuldades posteriores ao fechamento do acordo, como equívocos no planejamento, excessos de otimismo na estimativa do preço, custos superiores aos esperados na integração entre duas ou mais empresas etc. Do ponto de vista dos acadêmicos do direito, mais especificamente, não se pode deixar de questionar se o ferramental empregado na formatação jurídica dessas operações vem sendo bem compreendido e aplicado, de modo a entregar as soluções esperadas pelos agentes econômicos envolvidos, que sofrerão as consequências (por vezes desastrosas) das imperfeições e dubiedades eventualmente contidas nos contratos que celebram. Discutir as fórmulas adotadas – e muitas vezes repetidas sem qualquer hesitação<sup>7</sup> – parece ser a melhor maneira de aperfeiçoá-las.

Por muito tempo, notou-se uma escassez de estudos sobre contratos de M&A<sup>8</sup>. Felizmente, novos ventos vêm soprando nesse campo no Brasil, onde, com cada vez mais frequência, surgem contribuições preocupadas com o entendimento técnico das estruturas jurídicas utilizadas nessas transações<sup>9-10</sup>. Análises como essas tendem a colaborar para a criação de um “maior

---

aos calculados na sua ausência: BRUNER, Robert F. **Applied mergers and acquisitions**. Hoboken: John Wiley & Sons, Inc., 2004. p. 30-65.

<sup>7</sup> Mítu Gulati e Robert E. Scott indicam a existência de uma verdadeira tendência comportamental de reprodução de “modelos” de contratos e cláusulas, mesmo quando incapazes de fornecer a solução mais eficiente para a situação concreta. “Boilerplate clauses – standardized clauses that have been used by rote over long periods of time – often remain unchanged, even when a court decision has created uncertainty regarding the clauses’ meaning. In short, boilerplate clauses are sticky. They seem resistant to amendment even when amendment seems desirable” (GULATI, Mítu; SCOTT, Robert E. **The 3 ½ minute transaction: boilerplate and the limits of contract design**. Chicago: The University of Chicago Press, 2013. p. 10-11).

<sup>8</sup> Até mesmo nos Estados Unidos da América, onde foram concebidos (como se verá mais adiante nesta introdução), “M&A contracts are understudied” (COATES IV, John. C. **M&A contracts: purposes, types, regulation, and patterns of practice**. Cambridge, 2015. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2593866>. Acesso em: 15 out. 2022. p. 1).

<sup>9</sup> Dentre outros e além dos capítulos de livros, artigos, pareceres e trabalhos acadêmicos que serão referenciados mais tarde, citem-se: BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. **Compra e venda de participações societárias de controle**. São Paulo: Quartier Latin, 2018; GORESCU, Carla Pavesi. **Delimitação da indenização em operações de fusões e aquisições no Brasil**. São Paulo: Almedina, 2020; e PIVA, Luciano Zordan. **O earn-out na compra e venda de empresas**. São Paulo: Quartier Latin, 2019. As contribuições recentes cujo foco centra-se na cláusula de declarações e garantias serão mencionadas em breve, quando da colocação do problema que este trabalho se propõe a enfrentar.

<sup>10</sup> Não se pode deixar de pontuar que a necessidade de investigações acadêmicas sobre os contratos de M&A celebrados no Brasil é sensivelmente majorada pela ausência de conhecimento público sobre o tema. Por um lado, não há qualquer norma genérica que obrigue sociedades (abertas ou fechadas) a divulgarem os instrumentos que firmam (ainda que possa vir a ser necessário protocolá-los no sistema eletrônico do Conselho Administrativo de Defesa Econômica – CADE para a submissão de pedido de aprovação de ato de concentração, em conformidade com a Lei nº 12529/2011, há amplo espaço para a atribuição de acesso restrito aos documentos apresentados à agência com essa finalidade, nos termos dos artigos 52 e seguintes do seu Regimento Interno) e a experiência demonstra que a quase totalidade delas preferem mantê-los em sigilo. Por outro lado, “M&A parties have reliably chosen arbitration as a method for resolving their disputes in Brazil” (FERRO, Marcelo Roberto; SOUZA, Antonio Pedro Garcia de. Post M&A arbitration. In: SESTER, Peter (ed.). **International arbitration: law and practice in Brazil**. Oxford: Oxford University Press, 2020. p. 405-434. p. 406). Como a maior parte dos procedimentos arbitrais é conduzida sob confidencialidade, poucos daqueles que não atuam diretamente no mercado de M&A têm acesso aos termos dos contratos celebrados nesse ambiente ou às discussões que os circundam.

(...) grau de segurança e previsibilidade jurídicas”, fundamental para tornar “mais azeitado o fluxo de relações econômicas”<sup>11</sup>. De forma geral, é nesse cenário que o presente trabalho se insere.

Pintado esse singelo quadro inicial, organiza-se o restante desta introdução da seguinte maneira: primeiro, identifica-se o problema específico para cuja solução pretende-se colaborar (1.1); depois, expõem-se as razões que suscitam interesse na sua investigação (1.2); na sequência, esclarecem-se algumas delimitações da pesquisa conduzida (1.3); e, por fim, anuncia-se a estrutura da exposição que será realizada nos demais capítulos (1.4).

## 1.1. Colocação do problema

Entre as diversas operações de M&A – ou seja, de implementação de estratégias empresariais “de crescimento externo/inorgânico ou compartilhado” – que podem ser concretizadas sob a égide da legislação brasileira, a aquisição secundária de participações societárias de emissão de sociedades limitadas e anônimas desponta como uma das mais empregadas por agentes econômicos<sup>12</sup>.

Essa espécie de transação é colocada em prática com a celebração de contratos de compra e venda de participações societárias de controle, no âmbito dos quais usualmente insere-se uma cláusula de declarações e garantias. Em termos bastante gerais, por meio dessa disposição, vendedor e comprador (em menor medida) formulam – e fazem constar do instrumento firmado – diversas assertivas relacionadas (i) à sua capacidade e aos seus poderes para celebrar a avença; (ii) aos direitos do vendedor sobre as ações ou quotas objeto do negócio e às suas características; e, sobretudo, (iii) à situação da sociedade cujo controle se transmite, tanto do ponto de vista do seu patrimônio quanto de suas relações jurídicas<sup>13-14</sup>. A título de exemplo, poder-se-ia ler em

---

<sup>11</sup> FORGIONI, Paula A. **Contratos empresariais: teoria geral e aplicação**. 7. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2022. p. 122.

<sup>12</sup> BOTREL, Sérgio. **Fusões & aquisições**. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2017. p. 164.

<sup>13</sup> A listagem, que se destina apenas a apresentar o tema, é de: GALVÃO, Clemente. Declarações e garantias em compra e venda de empresas: algumas questões. **Actualidad Jurídica Uría Menéndez**, Madrid, n. 12, p. 103-107, 2005. p. 103. Sobre as características da cláusula, trata-se no capítulo 2 abaixo.

<sup>14</sup> Este trabalho utiliza a denominação “cláusula de declarações e garantias”, tanto por ser aquela absolutamente difundida no Brasil (como tradução da expressão em inglês “representations and warranties”), quanto pelo fato de a disposição em regra conter, no seu texto, as palavras “declara e garante” (ou variações delas), como se verá no capítulo 2.1 abaixo. Alerta-se desde já, contudo, que o termo não deve ser tomado em qualquer sentido técnico. Pelas razões que serão deduzidas adiante, entende-se que essa estipulação contratual não apresenta qualificação jurídica única e estática no direito brasileiro, de modo que não seria adequado presumir que o seu conteúdo é composto, sempre, por declarações e por garantias. A bem da verdade, essa afirmação sequer teria grande sentido. Cada assertiva seria, ao mesmo tempo, uma declaração e uma garantia? Ou estariam as declarações e as garantias misturadas, ainda que não diferenciadas? Se o texto do instrumento é inteiramente formado por declarações, qual seria o valor dessa qualificação? Ao fim e ao cabo, a denominação parece gerar confusão e ser incapaz de fornecer

uma passagem de uma cláusula como essa que “o vendedor declara e garante que a sociedade não prestou qualquer aval em favor de terceiros”. Na maior parte das vezes, o acordo conta ainda com a previsão de que serão indenizados os eventuais prejuízos sofridos por uma das partes em decorrência de acontecimentos incongruentes com os enunciados “declarados e garantidos” pela outra<sup>15</sup>. Essa estrutura foi importada para o Brasil de países de origem anglo-saxã, reproduzindo com especial semelhança os padrões de mercado hoje vigentes nos Estados Unidos da América<sup>16</sup>.

O problema que orienta este trabalho é a averiguação do valor preceptivo da cláusula de declarações e garantias para fins do regulamento contratual no âmbito do direito brasileiro, se é que existente. Explique-se essa formulação e esclareça-se por que se escolhe apresentá-la com marcada amplitude.

O contrato pode ser entendido como “um negócio jurídico que se forma mediante duas ou mais declarações de vontade, convergentes e entrosadas, para a produção de efeitos tutelados pelo Direito”, como “um conjunto de normas estabelecidas pelas partes para regulação dos próprios interesses, vinculantes da conduta que devem observar”, ou, ainda, “como fonte de obrigações, isto é, na sua função tradicionalmente acolhida, de ato representativo de uma relação jurídica, na qual dois sujeitos (...) têm direitos e deveres que estabelecem de comum acordo”. Da reunião dessas três ideias tem-se que o contrato “é contemporaneamente um ato jurídico de constituição ou de extinção de uma relação jurídica e um regulamento que disciplina a relação que estabelece”<sup>17</sup>. O negócio jurídico, por sua vez, consiste na “declaração de vontade que, acrescida de elementos particulares e, normalmente, também de elementos categoriais, é vista socialmente como destinada a produzir efeitos jurídicos em nível de igualdade”<sup>18</sup>.

No que tange à sua composição, o contrato é formado por “um conjunto de cláusulas que definem os direitos e as obrigações das partes”<sup>19</sup>, sendo, em regra, “reduzido a escrito em

---

maiores esclarecimentos ao intérprete da avença. Retorna-se a esse ponto ao longo deste trabalho e, principalmente, no capítulo 5.1 abaixo.

<sup>15</sup> Como se verá no capítulo 3.3.2 abaixo, a despeito de essa cláusula de indenização ser a mais comumente aliada à de declarações e garantias nos contratos de compra e venda de participações societárias de controle, há outras, também relevantes, que podem ser empregadas alternativa ou cumulativamente.

<sup>16</sup> V. capítulo 4.1.3 abaixo.

<sup>17</sup> GOMES, Orlando. **Transformações gerais do direito das obrigações**. 2. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1980. p. 69 e 74. Grifo nosso.

<sup>18</sup> AZEVEDO, Antônio Junqueira de. **Negócio jurídico e declaração negocial**: noções gerais e formação da declaração negocial. 1986. Tese (concurso para Professor Titular de Direito Civil) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 1986. p. 27. Em outros termos: “[n]egócio jurídico é o ato humano consistente em manifestação, ou manifestações de vontade, como suporte fático, de regra jurídica, ou de regras jurídicas, que lhe dêem eficácia jurídica” (PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. **Tratado de direito privado**. Rio de Janeiro: Borsoi, 1954. t. 1. p. 92).

<sup>19</sup> GOMES, Orlando. op. cit. p. 73. Grifo nosso.

um suporte material”, firmado por ambas (ou todas) – o instrumento<sup>20</sup>. Por detrás dessa proposição, aparentemente simples, esconde-se uma dificuldade que motiva o enquadramento proposto acima para o problema do qual este trabalho se ocupa.

Em “linguagem corrente, a palavra *cláusula* é (...) empregada como ‘item’, identificando a unidade do texto contratual incorporado no instrumento, ou seja, cada uma das partes do texto escrito”. Tecnicamente, no entanto, cláusula “é a estipulação que as partes fazem em seus negócios”; “a *disposição contratual*, assumindo valor *preceptivo*”<sup>21</sup>. Na lição de Vincenzo Roppo: “La clausola è l’unità elementare del testo (e dunque del regolamento) contrattuale (...), con cui le parti regolano un determinato aspetto del loro rapporto”. E o autor segue bem vincando a diferença entre um item (*articolo*) e uma cláusula: “L’articolo, in quanto articolazione del testo, è una proposizione linguistica (o un insieme di proposizione). Invece, la clausola non è una proposizione, ma una disposizione: non ha valore linguistico, ma preceptivo; è parte non del testo contrattuale, ma del regolamento contrattuale”<sup>22</sup>.

A palavra “cláusula” pode, assim, transmitir duas ideias bem distintas. Visando a simplificar a continuidade desta explanação, passa-se a empregá-la apenas no seu significado correto, utilizando-se, para invocar a aceção técnica, a expressão “disposição contratual”<sup>23</sup>.

Pois bem. Do quanto exposto acima decorre que, diferentemente do que poderia se esperar ou considerar natural, uma cláusula – no caso do presente trabalho, a cláusula de declarações e garantias – não necessariamente estabelece direitos ou deveres das partes. Na verdade, uma cláusula pode (i) conter uma ou mais disposições contratuais, em sua inteireza; (ii) abrigar apenas um fragmento de uma disposição contratual, de modo que o seu valor preceptivo desponte somente da sua combinação com uma outra cláusula, materialmente separada no texto, hipótese na qual as duas cláusulas exprimem, em conjunto, uma única disposição contratual; ou, ainda, (iii) não abarcar sequer parcela de uma disposição contratual, sendo, portanto, desprovida de valor preceptivo, o que não significa que não possa ser relevante para outras finalidades que não a formação do regramento contratual<sup>24</sup>.

---

<sup>20</sup> FORGIONI, Paula A. **Contratos empresariais**: teoria geral e aplicação. 7. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2022. p. 259.

<sup>21</sup> Ibid. p. 84. Salvo quando diferentemente indicado, os grifos, negritos e itálicos nas transcrições constantes deste trabalho são dos originais.

<sup>22</sup> ROPPO, Vincenzo. **Il contratto**. Milano: Giuffrè, 2001. p. 458.

<sup>23</sup> Superado o ponto que se pretende fixar aqui, não se vislumbram razões para a manutenção desse rigor técnico, em tudo desconectado da prática. Afinal, como anunciado, o problema objeto deste trabalho é precisamente averiguar se a cláusula de declarações e garantias possui algum valor preceptivo no regramento contratual no âmbito do direito brasileiro. Assim, passado este capítulo 1.1, as palavras “cláusula”, “estipulação” e “disposição contratual” serão empregadas indistintamente.

<sup>24</sup> “O texto do contrato não corporifica, apenas, obrigações propriamente ditas, contemplando estipulações, esclarecimentos, considerações comuns etc. Um item não corresponde a uma obrigação, podendo conter várias delas

É partindo da premissa de serem possíveis, na prática, essas três situações que se coloca o problema objeto desta pesquisa: quando inserida em contratos de compra e venda de participações societárias de controle no Brasil (i.e., regidos pela legislação brasileira), a cláusula de declarações e garantias consiste em (ou é parte de) uma disposição contratual? Ou seja, apresenta valor preceptivo no regulamento contratual? Para o surgimento desse suposto valor preceptivo, é imperativo conjugar a cláusula de declarações e garantias com alguma outra? O que ocorre, então, na ausência dessa segunda cláusula? Não há valor preceptivo? E qual é a relevância da cláusula de declarações e garantias nesse cenário?

Visando a simplificar a leitura deste trabalho, antecipe-se a conclusão alcançada ao seu final: em via de regra<sup>25</sup>, a cláusula de declarações e garantias não consiste em uma disposição contratual completa e pode (i) se combinada com outras cláusulas, exprimir uma disposição contratual (tendo, portanto, valor preceptivo); ou (ii) não ser parte de em uma disposição contratual (não apresentando, nessa hipótese, valor preceptivo), mas ainda ter relevância para outros fins.

Resolvido o problema posto sob esse enquadramento, fluirá, por consequência lógica, a fixação do regime jurídico que (i) deve ser aplicado à cláusula de declarações e garantias – na presença de valor preceptivo; ou (ii) imprime relevância à cláusula de declarações e garantias – na ausência de valor preceptivo.

## 1.2. Motivação da investigação

Vislumbram-se cinco principais razões – todas interligadas entre si – pelas quais a investigação proposta acima pode mostrar-se proveitosa para o avanço das técnicas de negociação e de execução/aplicação dos contratos de compra e venda de participações societárias de controle no Brasil.

Em primeiro lugar, a cláusula de declarações e garantias é reiteradamente apontada por

---

ou mesclá-las com considerações e esclarecimentos” (FORGIONI, Paula A. **Contratos empresariais: teoria geral e aplicação**. 7. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2022. p. 84). “Sicché uno stesso articolo può ospitare più clausole diverse, se contiene diverse disposizioni regolatrici del rapporto contrattuale, ciascuna dotata di consistenza autonoma (...). Ugualmente, può accadere che il senso precettivo di una proposizione del testo risulti solo dalla combinazione di essa con un'altra proposizione, materialmente distinta: in tal caso, le due proposizioni esprimono un'unica clausola”. “Il testo contrattuale contiene spesso proposizioni che non sono precettive, bensì assertive o descrittive. (...) Hanno qualche valore, ai fini del regolamento contrattuale? Se sì, quale valore? La domanda può ricevere risposte diverse, a seconda dei casi concreto. (...) Ma la rappresentazione di uno stato di fatto o di diritto, contenuta nel contratto, può essere rilevante ad altri fini: ad es. identificare la presenza di un errore (...)” (ROPPO, Vincenzo. **Il contratto**. Milano: Giuffrè, 2001. p. 458 e 460).

<sup>25</sup> Por abordar questão eminentemente prática e, portanto, capaz de apresentar-se de infinitas formas, este trabalho não pode chegar a uma conclusão genérica/absoluta, como ressaltado no capítulo 1.3 abaixo.

advogados e pesquisadores estrangeiros como a estipulação do contrato de compra e venda de participações societárias de controle cuja redação demanda discussões mais intensas na fase de tratativas e, ao mesmo tempo, como aquela que desencadeia o maior número de disputas posteriormente à celebração do contrato<sup>26</sup>. Partindo-se dessa constatação e da clássica tese de Ronald Gilson de que os advogados agregam valor às operações conduzidas em favor de seus clientes ao atuarem como “transaction cost engineers” e criarem estruturas capazes de reduzir custos de transação<sup>27</sup>, parece haver espaço para uma melhoria na condução dos processos de negociação dessas operações, de modo a diminuir os custos de transação *ex ante* e *ex post*<sup>28</sup> derivados da cláusula de declarações e garantias, o que necessariamente passa por uma compreensão mais apurada da sua posição dentro do contrato e do seu enquadramento pelo sistema jurídico<sup>29</sup>.

Em segundo lugar, a reforçar a existência de um ambiente propício para esse aprimoramento, tem-se indícios de que a negociação da cláusula de declarações e garantias pode oferecer uma oportunidade diferenciada para a atuação eficiente dos advogados. Isso porque, muitas vezes, operações de compra e venda de participações societárias de controle são ajustadas em dois passos separados, com o preço sendo acordado entre os representantes do vendedor e do comprador em um primeiro momento, ao menos em valores aproximados, enquanto o design do contrato e as tratativas sobre as suas estipulações são deixados para depois, a cuidado dos advogados<sup>30</sup>.

---

<sup>26</sup> EVEN-TOV, Omri; RYANS, James; SOLOMON, Steven Davidoff. **Representations and warranties insurance in mergers and acquisitions**. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3361184>. Acesso em: 15 out. 2022. p. 2-3; FREUND, James C. **Anatomy of a merger: strategies and techniques for negotiating corporate acquisitions**. New York: Law Journal Press, 1975. p. 229; JASTRZEBSKI, Jacek. Value creation in negotiations of contractual warranties and indemnifications. **European Company and Financial Law Review**, Berlin, v. 16, n. 3, p. 273-309, 2019. p. 274; KALISZ, Beata Gessel-Kalinowska vel. Representations and warranties in cross-border mergers and acquisitions: the challenges of cultural diversity. **ICC International Court of Arbitration Bulletin**, Paris, v. 24, n. 1, p. 31-39, 2013. p. 32; e RADJAI, Noradèle. Claims for breach of representations and warranties. In: POULTON, Edward (ed.). **Arbitration of M&A transactions: a practical global guide**. London: Globe Law and Business, 2014. p. 325-342. p. 325.

<sup>27</sup> GILSON, Ronald J. Value creation by business lawyers: legal skills and asset pricing. **The Yale Law Journal**, New Haven, v. 94, n. 2, p. 239-313, 1984.

<sup>28</sup> Simplificando a equação formulada por Richard A. Posner (POSNER, Richard A. The law and economics of contract interpretation. **Texas Law Review**, Austin, v. 83, n. 6, p. 1581-1614, 2005) para excluir os custos suportados por terceiros, tem-se que o custo de transação das partes = custo *ex ante* de negociação/redação + probabilidade do litígio *ex post* x (custo do litígio + custo de erros judiciais).

<sup>29</sup> Na precisa dicção de Marie Caffin-Moi, as cláusulas de declarações e garantias parecem ter sido vítimas de seu sucesso: “Victimes de leur succès, ces clauses ont pourtant engendré un contentieux d’interprétation exponentiel, rompant singulièrement avec l’efficacité recherchée” (CAFFIN-MOI, Marie. **Cession de droits sociaux et droit des contrats**. Paris: Economica, 2009. p. 88).

<sup>30</sup> “This is related i.a. to the peculiarity of the two-stage negotiating process with the price being ‘agreed-in-principle’ among principals first and the non-pricing terms (contract design) being usually left to lawyers or a broader deal team. The value delivered by a law firm to a client may stem from the law firm being able to better negotiate the non-pricing terms for the client in the second stage of negotiations” (JASTRZEBSKI, Jacek. Value creation in negotiations of contractual warranties and indemnifications. **European Company and Financial Law Review**,

Em terceiro lugar, a cláusula de declarações e garantias foi criada pela prática empresarial e não possui valor preceptivo claro e constante sequer nos países onde foi concebida<sup>31</sup>. Por consequência, está em sucessiva mutação e adaptação. O prefácio da última edição de um dos livros mais referenciados sobre o tema na Inglaterra, por exemplo, destaca as mudanças havidas na *práxis* nos anos passados desde a sua tiragem anterior, em 2017, em razão do desenvolvimento significativo do mercado de seguros de declarações e garantias<sup>32</sup>. Assim, faz-se necessário um acompanhamento contínuo do tema, capaz de assimilar as eventuais novidades.

Em quarto lugar, e dando continuidade ao exposto acima, a cláusula de declarações e garantias foi disseminada pelo mundo a partir dos Estados Unidos da América e da Inglaterra, onde a sua aplicação ainda gera entraves<sup>33</sup>. Sua utilização tornou-se padrão nos contratos de compra e venda de participações societárias de controle celebrados no Brasil em torno dos anos noventa, “época em que cresceu exponencialmente o número de empresas brasileiras vendidas a grupos estrangeiros, que conseguiam fazer prevalecer seus padrões comerciais e suas práticas jurídicas nas negociações”<sup>34</sup>. É possível extrair duas consequências desse fato.

Por um lado, mostra-se relevante compreender os debates existentes em torno da disposição contratual nos seus países de origem, para que se tenha uma correta apreensão do seu significado original (especialmente importante afim de permitir uma mais adequada captação da intenção comum das partes em operações transacionais)<sup>35</sup>. Mas não só: esse entendimento revela-se indispensável para que se possam extremar os problemas importados para o Brasil (i.e., existentes na origem e apenas reproduzidos no destino) daqueles decorrentes da importação em si (i.e., eventualmente derivados de alguma incompatibilidade entre o modelo na origem e as normas cogentes no destino) – o que ainda não parece ter sido realizado, ao menos não com

---

Berlin, v. 16, n. 3, p. 273-309, 2019. p. 281-282). A despeito de a cláusula de declarações e garantias ser usualmente considerada um “non-pricing term”, por não dizer respeito diretamente ao preço do negócio, a verdade é que o seu conteúdo pode influenciar o resultado financeiro do acordo, como se verá adiante.

<sup>31</sup> Como se verá em detalhes no capítulo 4 abaixo.

<sup>32</sup> THOMPSON, Robert (ed.). **Sinclair on warranties and indemnities on share and asset sales**. 11<sup>th</sup> ed. London: Sweet & Maxwell, 2020. p. v.

<sup>33</sup> Cf., novamente, o capítulo 4 abaixo.

<sup>34</sup> COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O poder de controle na sociedade anônima**. 6. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014. p. 239.

<sup>35</sup> Vale, para o direito brasileiro, a preocupação levantada por Catarina Tavares Loureiro e Manuel Cordeiro Ferreira com relação ao direito português: “Em rigor, o estudo destas matérias que não tenha em consideração a sua matriz e alcance atual no direito anglo-saxónico (ou anglo-americano) poderá, por um lado, impedir o intérprete português de alcançar o significado original destas figuras e, por outro lado e de modo potencialmente mais gravoso, impossibilitá-lo de interpretar e aplicar a vontade de partes (estrangeiras) habituadas a aplicar as cláusulas de *representations* e *warranties* com um determinado sentido. Uma tal análise incompleta poderá assim deformar o intuito com que as declarações e garantias são utilizadas pelas partes, com prejuízos para a segurança do tráfego jurídico, sobretudo em contratos de compra e venda de participações sociais de cariz transnacional” (LOUREIRO, Catarina Tavares; FERREIRA, Manuel Cordeiro. As cláusulas de declarações e garantias no direito português: reflexões a propósito do acórdão do Supremo Tribunal de Justiça de 1 de março de 2016. **Actualidad Jurídica Uría Menéndez**, Madrid, n. 44, p. 15-30, 2016. p. 20).

esse enfoque.

Por outro lado, não se pode negar que o formato da cláusula de declarações e garantias ainda gera estranhamento nos países de tradição de *civil law*. O incômodo inicial decorre, ao que tudo indica, do fato de, como mencionado acima, o seu texto ser composto apenas por uma série de afirmações, sem o estabelecimento, ao menos *prima facie*, de quaisquer deveres de prestação, em torno dos quais se organiza o pensamento jurídico nacional sobre os contratos. Conforme visto há pouco, o contrato é compreendido como “um ato jurídico de constituição ou de extinção de uma relação jurídica”, também denominada “relação obrigacional”<sup>36</sup>. Indo além, o objeto da obrigação “há de consistir numa *prestação* do devedor, prestação que, por sua vez, pode ter como objeto a *dação* de uma coisa, a *realização* de um ato, ou uma *omissão*”<sup>37</sup> (dar, fazer e não fazer). Assim, é razoável que a inserção de simples assertivas em um contrato não pareça natural a um jurista brasileiro. A configuração é muito mais palatável nos países de tradição de *common law*, onde os contratos são articulados em torno do conceito de promessa, no sentido amplo de satisfação de um interesse do credor<sup>38</sup>.

Ainda que o embaraço causado pela estrutura da cláusula de declarações e garantias possa vir a se mostrar artificial – pois, consoante exposto acima, é tanto possível que a cláusula apresente um valor preceptivo decorrente da sua conjugação com outras disposições do contrato, quanto que releve para outras finalidades, hipóteses que serão exploradas neste trabalho –, fato é que o emprego desse padrão em contratos regidos por lei brasileira torna fundamental a sua correta coordenação com as normas cogentes (e, eventualmente, as supletivas) do direito nacional. Emerge, aqui, outro aspecto no qual se enxerga espaço para a exploração de ideias diversas das apresentadas nos trabalhos produzidos sobre o tema até o momento.

Em quinto e último lugar, e arrematando tudo o quanto se afirmou acima, a despeito de a cláusula de declarações e garantias estar recebendo cada vez mais atenção por parte da doutrina e da academia no Brasil<sup>39</sup> – o que só se pode reputar benéfico à comunidade jurídica como

---

<sup>36</sup> GOMES, Orlando. **Transformações gerais do direito das obrigações**. 2. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1980. p. 74.

<sup>37</sup> GOMES, Orlando. op. cit. p. 165.

<sup>38</sup> AGUAYO, Juan. **Las manifestaciones y garantías en el derecho de contratos español**. Pamplona: Editorial Aranzadi, 2011. *E-book*. cap. 6, item 2.1; BOURIE, Enrique Barros; COVARRUBIAS, Nicolás Rojas. Responsabilidad por declaraciones y garantías contractuales. *In*: UNIVERSIDAD DE CONCEPCIÓN, Departamento de Derecho Privado (coord.). **Estudios de derecho civil V**: jornadas nacionales de derecho civil. Santiago de Chile: AbeledoPerrot, 2010. p. 511-526. p. 517-518; e CASAS, Felipe Cuberos de las; VIECO, Cristina Moure. El rol legal de las representaciones y garantías en las jurisdicciones de derecho civil. *In*: COAGUILA, Carlos Alberto Soto (dir.). **Fusiones y adquisiciones**. Lima: Instituto Pacífico, 2015. p. 241-258. p. 244.

<sup>39</sup> Afora diversos artigos, capítulos de livros, pareceres e outros trabalhos acadêmicos que serão referenciados ao longo deste trabalho, destacam-se, em ordem cronológica: PONTES, Evandro Fernandes de. **Representations & warranties no direito brasileiro**. São Paulo: Almedina, 2014; GREZZANA, Giacomo. **A cláusula de declarações e garantias em alienação de participação societária**. São Paulo: Quartier Latin, 2019; OLIVEIRA, Caio

um todo –, acredita-se que não tenha sido produzido estudo com a ótica aqui proposta, nem que tenha atingido as mesmas conclusões que serão expostas adiante, razão pela qual que se espera que esta contribuição possa colaborar com o avanço desse importante debate, em diálogo com as opiniões veiculadas recentemente, que serão lembradas ao longo dos próximos capítulos.

### 1.3. Delimitações do trabalho

Hoje em dia, diferentes contratos complexos<sup>40</sup> contam com cláusula de declarações e garantias<sup>41</sup>. Decidiu-se, no entanto, por limitar o presente trabalho ao estudo dessa disposição apenas quando inserida em contratos de compra e venda de participações societárias de controle<sup>42</sup>.

A restrição explica-se por que, como exposto acima, a cláusula de declarações e garantias pode exprimir apenas parcela de uma verdadeira disposição contratual e, nessa situação, a apreensão do seu valor preceptivo para fins do regramento desenhado pelas partes dependerá da análise de outra(s) cláusula(s) da avença em questão. Como é natural que, variando a operação econômica subjacente, altere-se também a arquitetura contratual, o correto entendimento

---

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; e 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. 2022. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2022.

<sup>40</sup> Segundo Eric A. Posner, Karen Eggleston e Richard Zeckhauser, a complexidade de um contrato depende de três dimensões: “(1) the expected number of payoff-relevant contingencies specified in the contract; (2) the variance in the magnitude of the payoffs contracted to flow between the parties; and (3) the cognitive load required to understand the contract” (POSNER, Eric A.; EGGLESTON, Karen; ZECKHAUSER, Richard. *The design and interpretation of contracts: why complexity matters*. **Northwestern University Law Review**, Chicago, v. 95, n. 1, p. 91-132, 2000. p. 97).

<sup>41</sup> AGUAYO, Juan. **Las manifestaciones y garantías en el derecho de contratos español**. Pamplona: Editorial Aranzadi, 2011. *E-book*. cap. 1, item 1; e HILL, Claire A. A comment on language and norms in complex business contracting. **Chicago-Kent Law Review**, Chicago, v. 77, n. 1, p. 29-57, 2001. p. 43.

<sup>42</sup> No âmbito deste trabalho, a expressão “participações societárias de controle” reporta-se ao conjunto de participações societárias representativo (i) da maioria das ações com direito de voto de emissão de uma sociedade anônima; ou (ii) de percentual do capital social de uma sociedade limitada suficiente para a alteração do seu contrato social. Isso porque, apesar de o controle societário apresentar-se em outras formulações (v., por todos, COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O poder de controle na sociedade anônima**. 6. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014), é nessa conjuntura específica que a utilização da cláusula de declarações e garantias parece suscitar maiores controvérsias. Nesse sentido, veja-se a explicação oferecida por Gabriel Saad Kik Buschinelli para proceder a limitação semelhante no seu estudo sobre os contratos de compra e venda de participações societárias de controle: “A escolha se deve à deliberada decisão de enfrentar a situação que, em teoria, pode trazer as maiores dificuldades para determinação do regime jurídico incidente. É no âmbito do contrato que conduz à troca do controle majoritário que normalmente se pretende a desconsideração da personalidade jurídica para aplicação de regramento relativo à compra e venda dos bens integrantes do patrimônio societário. Com a investigação dos critérios adequados ao equacionamento das situações limite (...), acredita-se que a solução para configurações intermediárias (...) poderia ser extraída por derivação” (BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. **Compra e venda de participações societárias de controle**. São Paulo: Quartier Latin, 2018. p. 21).

do valor preceptivo da cláusula de declarações e garantias parte da sua contextualização, sendo necessária a consideração do pacto como um todo. Em outras palavras, pode-se afirmar que a ampliação do problema para abranger outros tipos contratuais levaria a uma grande diminuição de precisão.

Seria possível questionar se mesmo os contratos de compra e venda de participações societárias de controle são suficientemente padronizados para possibilitar um estudo amplo (i.e., não baseado em um exemplo específico). Afinal, mencionou-se no início desta introdução que as operações por detrás deles são vultosas, possuem grande relevância para os agentes econômicos envolvidos e, por essa razão, são intensamente negociadas e adaptadas às circunstâncias concretas. Não seria estranho imaginar que, nesse cenário, cada contrato celebrado fosse *tailor made*, o que impossibilitaria a análise relativamente generalista ora proposta.

A preocupação, no entanto, não parece ter fundamento. A doutrina e os advogados especializados são bastante enfáticos ao reconhecerem a existência de uma estrutura contratual majoritariamente uniforme para a formalização das operações de M&A – não só no Brasil, mas ao redor do mundo –, que inclui a cláusula de declarações e garantias<sup>43</sup>.

Constatar a existência desse padrão não significa que se possa presumir uma completa homogeneidade entre todos os contratos de compra e venda de participações societárias de controle. Pelo contrário: a soma da engenhosidade dos advogados com as particularidades dos objetivos perseguidos por seus clientes com cada operação tem grande potencial de impulsionar a criação de estruturas jurídicas cada vez mais peculiares. De qualquer modo, em matéria de cláusulas contratuais em espécie, jamais é possível a tirada de conclusões abstratas e absolutas.

Este trabalho coloca-se no cruzamento entre essas duas facetas da realidade: enquanto

---

<sup>43</sup> “How, on the one hand, can M&A contracts typically be negotiated, but, on the other hand, have contents capable of being generally described and analyzed? The answer to the puzzle is that the bulk of the content of M&A contracts can be fairly described as boilerplate, exhibiting constrained variation. Only a small number of terms are truly deal-specific terms. That is, while M&A contracts are negotiated, (...) most of their contents – 90% would be a conservative estimate – of the ‘negotiated’ terms are ‘negotiated’ between the parties by agreeing upon a term from a closed subset of standard variants. At the same time, a large fraction of the terms – a speculative guess would be roughly 50% – can and do vary within a typical sample of M&A contracts. In other words, for any given term, the alternatives are few in number, but for any given contract, with hundreds of terms to be chosen, even a small number of alternatives can in combination produce enormous (if constrained) variation” (COATES IV, John. C. **M&A contracts: purposes, types, regulation, and patterns of practice**. Cambridge, 2015. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2593866>. Acesso em: 15 out. 2022. p. 6). Também sobre o modelo padronizado desses contratos: BOTREL, Sérgio. **Fusões & aquisições**. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2017. p. 284 e 303-312; BRUNER, Robert F. **Applied mergers and acquisitions**. Hoboken: John Wiley & Sons, Inc., 2004. p. 769; FREUND, James C. **Anatomy of a merger: strategies and techniques for negotiating corporate acquisitions**. New York: Law Journal Press, 1975. p. 139 e 147-148; GILSON, Ronald J. Value creation by business lawyers: legal skills and asset pricing. **The Yale Law Journal**, New Haven, v. 94, n. 2, p. 239-313, 1984. p. 257-262; HILL, Claire A. A comment on language and norms in complex business contracting. **Chicago-Kent Law Review**, Chicago, v. 77, n. 1, p. 29-57, 2001. p. 34-35; e PONTES, Evandro Fernandes de. **Representations & warranties no direito brasileiro**. São Paulo: Almedina, 2014. p. 54-56.

a estandardização dos contratos de compra e venda de participações societárias de controle permite a formulação de proposições de princípio<sup>44</sup>, o fato de cada pacto ter as suas especificidades, podendo ser negociado, pensado e redigido de forma singular, obriga as soluções aqui sugeridas a serem sempre ponderadas diante dos diferentes casos concretos.

Expostas essas grandes fronteiras do presente trabalho, cumpre ainda esclarecer que a análise conduzida no seu decorrer se circunscreve às questões internas do contrato – ou seja, à relação jurídica existente entre vendedor e comprador<sup>45</sup> – e presume que são ambos empresários<sup>46</sup>, negociando em relação paritária, sem a existência de um polo hipossuficiente que mereça proteção jurídica acentuada.

Além disso, têm-se em mente somente os problemas relacionados às operações envolvendo o controle de sociedades fechadas e não insolventes, sem preocupação, portanto, com as dificuldades adicionais que emergem quando a sociedade em questão está em crise e/ou possui valores mobiliários de sua emissão admitidos à negociação em mercado.

Importa ainda ressaltar que, como se verá adiante, o caminho trilhado no decorrer da exposição passa por encruzilhadas com diversos institutos de direito civil, cujo estudo aprofundado e individualizado impediria a manutenção do foco. Assim, nesses pontos, a explanação será restringida ao quanto necessário para a solução do problema objeto de investigação, sem pretensão de completude<sup>47</sup>.

Por fim, adianta-se que, a despeito de serem realizadas, ao longo do texto, referências ao direito estrangeiro, não se pretende a realização de um estudo de direito comparado *per se*, cujo rigor metodológico extrapolaria a proposta desta contribuição. Isso não significa que serão ignoradas as “premissas implícitas” aos vários sistemas jurídicos que serão mencionados<sup>48</sup>, mas apenas que o recurso às normas de outros países tem propósitos específicos, que dispensam a adesão estrita ao método do direito comparado<sup>49</sup>, quais sejam: (i) conhecer a lógica que permeia

---

<sup>44</sup> Adaptando as palavras de ANTUNES, José Engrácia. A empresa como objecto de negócios: “asset deals” versus “share deals”. **Revista da Ordem dos Advogados**, Lisboa, ano 68, v. 2/3, p. 715-793, 2008. p. 778.

<sup>45</sup> Não abrangendo, portanto, os eventuais efeitos tributários, concorrenciais, trabalhistas etc. do contrato.

<sup>46</sup> Ou seja, exercem “profissionalmente atividade econômica organizada para a produção ou a circulação de bens ou de serviços” (artigo 966 da Lei nº 10406/2002, referida, ao longo deste trabalho, apenas pela sua denominação usual de “Código Civil”). Partir da premissa de que o contrato de compra e venda de participações societárias de controle é celebrado por empresários significa dizer que o contrato, em si, pode ser considerado empresarial, no sentido de “que ambos [ou todos] os polos da relação têm a sua atividade movida pela *busca do lucro*” (FORGI-ONI, Paula A. **Contratos empresariais: teoria geral e aplicação**. 7. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2022. p. 27-28).

<sup>47</sup> Para uma análise da aplicação de muitos desses institutos ao contrato de compra e venda de participações societárias de controle, v. BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. **Compra e venda de participações societárias de controle**. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

<sup>48</sup> A expressão é de ASCARELLI, Tullio. Premissas ao estudo do direito comparado. In: \_\_\_\_\_. **Problemas das sociedades anônimas e direito comparado**. São Paulo: Saraiva, 1945. p. 2-49. p. 13.

<sup>49</sup> O método comparativo exige atenção tanto à circunscrição do objeto da comparação, quanto à explicação das

a cláusula de declarações e garantias nos seus países de origem – Estados Unidos da América e Inglaterra –, bem como os problemas lá enfrentados na sua aplicação, para que se possa averiguar o espírito original da disposição contratual e analisar quais das dificuldades verificadas com a sua inserção no Brasil foram simplesmente importadas e quais surgiram em decorrência de diferenças entre o direito nacional e o daqueles países; e (ii) investigar como outros países cujos sistemas jurídicos têm raízes semelhantes às do brasileiro – notadamente Espanha, França, Itália e Portugal – e que também importaram essa disposição<sup>50</sup> dão tratamento às questões aqui abordadas.

#### 1.4. Estrutura da exposição

Este trabalho encontra-se dividido em seis capítulos, além deste primeiro, no qual se fez a introdução.

Dedica-se o segundo capítulo à descrição e à caracterização da cláusula de declarações e garantias, com a exposição da sua conformação usual, dos elementos adicionais que podem ser empregados na sua redação, das suas possíveis classificações e da verificação de eventuais falsidades nos seus enunciados.

Na sequência, o terceiro capítulo visa a inserir a cláusula de declarações e garantias no contexto em que será estudada: o contrato de compra e venda de participações societárias de controle. Nessa seara, interessa especialmente tratar da operação econômica, do negócio jurídico e das cláusulas que se relacionam diretamente com aquela central para a presente investigação. Assim, serão estabelecidas algumas premissas, necessárias à continuidade da exposição.

Passa-se então ao quarto capítulo, que trata das origens da cláusula de declarações e garantias, expondo os entendimentos sobre a sua aplicação vigentes nos Estados Unidos da

---

diferenças e semelhanças dos sistemas jurídicos envolvidos. Visando à manutenção desse rigor, Dário Moura Vicente sugere a adoção de estrutura composta de três “operações intelectuais distintas”: (i) primeiro, delimita-se o objeto da comparação; (ii) em seguida, descobre-se “o Direito vigente em cada um dos sistemas jurídicos escolhidos quanto [ao] problema previamente enunciado”; e (iii) finalmente, “procede-se à síntese comparativa, sem a qual não há verdadeira comparação de Direitos” – trata-se “de enunciar sistematicamente as semelhanças e as diferenças entre os ordenamentos examinados (...), para de seguida as explicar à luz dos fatores que as determinam” (VICENTE, Dário Moura. **Direito comparado**. 4. ed. São Paulo: Almedina, 2018. v. 1. p. 39-48). Não se mostra necessário, contudo, seguir esse roteiro para atingir os objetivos indicados no texto.

<sup>50</sup> Consoante reportado por, entre outros, na Espanha: RIBES, Miguel Gimeno. **La protección del comprador en la adquisición de empresa**: estudio comparado de los ordenamientos español y alemán. Granada: Comares, 2013. p. 169 et seq.; na França: CAFFIN-MOI, Marie. **Cession de droits sociaux et droit des contrats**. Paris: Economica, 2009. p. 87 et seq.; na Itália: SANGIOVANNI, Valerio. *Compravendita di partecipazione sociale e garanzie del venditore*. **Notariato**, Milano, n. 2/2012, p. 203-213, 2012. p. 203; e, em Portugal: LOUREIRO, Catarina Tavares; FERREIRA, Manuel Cordeiro. As cláusulas de declarações e garantias no direito português: reflexões a propósito do acórdão do Supremo Tribunal de Justiça de 1 de março de 2016. **Actualidad Jurídica Uría Menéndez**, Madrid, n. 44, p. 15-30, 2016. p. 16.

América e na Inglaterra, com destaque para as questões ainda não resolvidas nesses países, para que se possa averiguar se, junto com a disposição contratual, o Brasil importou também as suas imperfeições – como parece bastante razoável pressupor.

Estabelecidos todos os antecedentes oportunos, no quinto capítulo expõe-se a proposição central deste trabalho, abordando-se diretamente o problema colocado nesta introdução: qual é o valor preceptivo da cláusula de declarações e garantias para fins do regulamento contratual, se existente, e, se inexistente, qual é a relevância dessa estipulação? A essa altura, será possível não só responder essa questão principal, mas derivar, da sua resposta, outras sobre o regime contratual aplicável à cláusula de declarações e garantias (ou a ela relacionado, se não houver valor preceptivo) e a forma específica de sua incidência na situação sob análise.

O sexto capítulo, por sua vez, tratará de afastar outras hipóteses de valor preceptivo da cláusula de declarações e garantias aventadas pela doutrina nacional e estrangeira.

Finalmente, o sétimo capítulo consiste na conclusão, na qual são retomadas as posições assumidas ao longo do trabalho.

## 2. CARACTERIZAÇÃO: A CLÁUSULA DE DECLARAÇÕES E GARANTIAS

O presente capítulo visa a apresentar as principais características da cláusula de declarações e garantias, no formato em que é usualmente inserida em contratos de compra e venda de participações societárias de controle<sup>51</sup>.

Durante a elaboração deste trabalho, julgou-se que a forma mais fidedigna de descrever a cláusula de declarações e garantias seria a partir da análise de instrumentos firmados na vida real. Por essa razão, decidiu-se buscar uma amostra exemplificativa de contratos de compra e venda de participações societárias de controle regidos por lei brasileira<sup>52</sup>. Destaque-se que a reunião desse material tinha por pretensão apenas ilustrar a prática, tanto porque escapa do objetivo deste trabalho o cálculo de estatísticas, quanto porque não se tem conhecimento de nenhuma base de dados que permita a obtenção da quantidade de contratos que seria necessária para embasar uma análise econométrica minimamente confiável.

Indo adiante, optou-se pela utilização do *website* do Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo – TJSP<sup>53</sup> nessa empreitada. A escolha dessa plataforma foi influenciada tanto pela sua extensa base de dados e pelas avançadas funcionalidades de suas ferramentas de pesquisa, em comparação com outras disponíveis no Brasil, quanto pelo fato de o foro da comarca de São Paulo ser reiteradamente objeto de eleição por agentes econômicos devido à sua reconhecida expertise na solução de avenças empresariais. Além disso, extraiu-se um contrato específico do *website* da Comissão de Valores Mobiliários – CVM<sup>54</sup>.

Assim, iniciou-se a investigação pela busca de processos judiciais cujas sentenças mencionassem contratos de compra e venda de participações societárias, o que se acreditava ser um bom indicativo de que pactos desse tipo haviam sido discutidos (e potencialmente apresentados pelas partes) nos litígios em questão. Obteve-se um total de 850 resultados. Compulsando os autos da parcela desses processos que tramitam ou tramitaram pela via eletrônica (que consistiam na absoluta maioria, devido ao fato de o Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo – TJSP ter regulamentado o processo eletrônico em 2011), angariaram-se 408 contratos, celebra-

---

<sup>51</sup> De acordo com a doutrina (v. nota de rodapé nº 41 acima), a cláusula de declarações e garantias é empregada em diversos outros tipos de contratos. É razoável presumir que o seu formato não seja substancialmente diferente nessas outras searas. Considera-se, contudo, prudente esclarecer a restrição deste trabalho, que analisou apenas contratos de compra e venda de participações societárias.

<sup>52</sup> A pesquisa descrita a seguir foi conduzida no decorrer do mês de julho de 2022.

<sup>53</sup> <https://www.tjsp.jus.br/>.

<sup>54</sup> <https://sistemas.cvm.gov.br/>.

dos entre 1991 e 2021<sup>55</sup>.

Tendo em vista os objetivos exemplificativos da pesquisa, destacados acima, e visando a permitir um escrutínio mais aprofundado de cada contrato, decidiu-se restringir o universo de instrumentos que seria analisado, sob dois aspectos.

O primeiro é de ordem temporal: como há interesse em conhecer os padrões vigentes de redação das cláusulas de declarações e garantias (em oposição àqueles que podem ter sido empregados por um período, mas ter sido superados atualmente), optou-se pela seleção de contratos mais recentes, celebrados entre 2010 e 2020<sup>56</sup>.

O segundo critério diz respeito à complexidade dos acordos. Nessa seara, dividiu-se a análise em duas frentes.

Por um lado, focou-se principalmente nos contratos de maior extensão, que tendem a ser mais complexos<sup>57</sup> e sofisticados e, por consequência, a terem sido precedidos de negociações com grau superior de intensidade, normalmente com a participação de advogados especializados<sup>58</sup>. Em termos diretos: como este trabalho discute questões surgidas no âmbito de avenças empresariais, esperava-se que os exemplos mais interessantes fossem encontrados nos pactos mais elaborados. Por essa razão, selecionaram-se, inicialmente, apenas os instrumentos com 30 páginas ou mais. Da reunião desse filtro com o anteriormente descrito, resultou um conjunto de 30 contratos de compra e venda de participações societárias<sup>59</sup>. Salvo quando diferentemente indicado, todos os exemplos de cláusulas fornecidos ao longo deste trabalho foram retirados desse grupo (e não do descrito na sequência ou de fontes diversas).

---

<sup>55</sup> Vale destacar a surpresa gerada por esse resultado, capaz de demonstrar que, apesar dos entraves criados pelos pactos de confidencialidade e de arbitragem usualmente inseridos nos contratos de compra e venda de participações societárias de controle, mostra-se possível encontrar ao menos uma parcela não negligenciável deles na *internet*.

<sup>56</sup> Obteve-se apenas um contrato celebrado em 2021, provavelmente por ser natural que transcorra algum tempo entre a assinatura do instrumento e o surgimento de um litígio. Assim, excluiu-se esse exemplar, para não afetar a amostra.

<sup>57</sup> Mencionou-se, na nota de rodapé nº 40 acima, a análise tripartite proposta por Eric A. Posner, Karen Eggleston e Richard Zeckhauser para avaliar a complexidade de um contrato. Por óbvio, a realização de uma análise desse cunho apenas para selecionar os contratos que seriam examinados neste trabalho seria dispendiosa e desviaria a atenção. Assim, preferiu-se utilizar o critério – obviamente mais simples – da extensão dos contratos. Afinal, na prática, como reconhecem aqueles autores, quanto mais detalhado (i.e., mais longo), mais complexo é um contrato: “detail makes for complexity” (POSNER, Eric A.; EGGLESTON Karen; ZECKHAUSER, Richard. *The design and interpretation of contracts: why complexity matters*. **Northwestern University Law Review**, Chicago, v. 95, n. 1, p. 91-132, 2000. p. 126).

<sup>58</sup> O que se revela, entre outros, por meio da inserção de endereços de escritórios de advocacia renomados nas cláusulas destinadas ao registro dos locais para os quais eventuais notificações referentes ao contrato devem ser enviadas.

<sup>59</sup> Desses 30 contratos mais sofisticados, apenas um não visava à transferência de controle societário *per se*. Tratava-se de operação de alienação de ações representativas de 50% do capital social de uma companhia, sendo que os 50% restantes remanesceriam com o vendedor e as partes celebrariam um acordo de acionistas para reger a sua relação futura. A despeito disso, a estrutura do contrato é substancialmente igual a dos demais, razão pela qual se optou pela sua manutenção na amostra.

Por outro lado, reputou-se proveitoso obter também um outro conjunto de contratos menos complexos/sofisticados, pois, às vezes, a doutrina aventava soluções diferenciadas para as cláusulas de declarações e garantias inseridas nesses pactos mais simples. Por esse motivo, separaram-se também os instrumentos com 10 páginas ou menos. Considerando o filtro temporal referido há pouco, obtiveram-se 216 resultados. Como o objetivo da análise era meramente exemplificativo, selecionaram-se, aleatoriamente, 30 instrumentos, dentre esses 216, que contêm cláusula de declarações e garantias<sup>60</sup>.

Antes de prosseguir-se, presta-se um último esclarecimento. Por vezes, no curso deste trabalho, fazem-se afirmações sobre a representatividade de uma determinada característica dentro do grupo de 60 contratos de compra e venda de participações societárias que foram examinados. Isso porque, a despeito de não se pretender calcular estatísticas, considerou-se que o escrutínio de 60 instrumentos era capaz, ao menos, de fornecer indícios sobre práticas de mercado. Sendo investigações desse tipo ainda pouco comuns no Brasil, entendeu-se que seria mais interessante expor esses resultados, precedidos, contudo, da necessária ressalva de que o universo de pactos analisados não é, nem de perto, grande o suficiente para a realização de análises econométricas<sup>61</sup>.

Nesse sentido, a primeira informação relevante extraída do exame desses contratos é a de que todos aqueles mais sofisticados contêm cláusula de declarações e garantias (lembrando-se que, entre os menos complexos, foram escolhidos apenas exemplos que trazem a cláusula).

## **2.1. *Caput*: abertura para as declarações e garantias**

Na grande maioria das vezes<sup>62</sup>, a cláusula de declarações e garantias possui um *caput*, no qual se encontra uma abertura – uma frase introdutória ou *lead-in*<sup>63</sup>. A despeito das infinitas redações possíveis, a mensagem transmitida por essa passagem é a de que um dos contratantes

---

<sup>60</sup> Desses 30 contratos de compra e venda de participações societárias menos sofisticados, 14 não envolveram transferência de controle, a despeito de terem estrutura semelhante aos demais. Como a substituição desses contratos por outros que tivessem importado na transferência de controle societário exigiria uma seleção mais atenta da amostra, que poderia contaminar devido aos vieses da autora deste trabalho, preferiu-se mantê-los, para garantir a aleatoriedade mencionada no texto.

<sup>61</sup> Os 60 contratos encontram-se arquivados com a autora deste trabalho. A despeito de todos terem sido obtidos em bases de dados de acesso público, considerou-se que seria mais seguro não os listar claramente aqui, evitando-se, assim, a exposição dos seus signatários. Por essa razão, algumas cláusulas foram transcritas com a anonimização das partes envolvidas ou com a supressão de dados que permitiram a sua identificação, sempre entre colchetes.

<sup>62</sup> A exceção a essa regra costuma ser verificada com maior frequência nos contratos menos sofisticados. Dentre os 30 contratos mais complexos analisados neste trabalho, apenas um foge à norma, contendo uma cláusula de declarações e garantias sem *caput*.

<sup>63</sup> ADAMS, Kenneth A. **The structure of M&A contracts**. [S.l.]: Thomson Reuters, 2016. p. 11.

“declara e garante” (na posição de verbo) ao outro que a situação de fato retratada nos itens subsequentes corresponde à realidade, sendo os itens em si normalmente referidos como as declarações e garantias (enquanto substantivo). Eventualmente, constrói-se a frase introdutória em formato diverso, mas com o mesmo significado, registrando-se que o contratante em questão “presta” (ou outro verbo similar) as declarações e garantias que seguem. Vejam-se alguns exemplos, com diferentes níveis de detalhamento:

4.1. Declarações e Garantias. O Vendedor, a Sociedade e as Controladas da Sociedade, neste ato, declaram e garantem, individual e solidariamente, ao Comprador o quanto segue: (...).

8.1. Declarações e Garantias dos Vendedores. Os Vendedores, neste ato, declaram e garantem à Compradora que as declarações e garantias a seguir prestadas são verdadeiras, precisas, completas e não enganosas e correspondem aos fatos na data da celebração do presente Contrato, exceto se uma data diferente for indicada na própria declaração.

5.1. Declarações e Garantias dos Vendedores. Os Vendedores, pelo presente Contrato, obrigam-se de forma solidária, pela veracidade, abrangência e precisão das declarações e garantias apresentadas abaixo, em especial nos subitens desta Cláusula 5.1, na presente data, as quais deverão também ser válidas na data a que se referirem no caso de a respectiva declaração ou garantia mencionar uma data específica.

#### 8. DAS DECLARAÇÕES E GARANTIAS DOS VENDEDORES

Os Vendedores prestam à Compradora as declarações e garantias abaixo com relação às Sociedades, as quais, juntamente com as informações contidas em Anexos, cronogramas e demais documentos fornecidos por força deste Contrato ou em virtude do Negócio, afirmam ser corretas e verdadeiras, não contendo qualquer inveracidade a respeito de fatos relevantes, nem omitindo a divulgação de fatos relevantes cujo conhecimento seja necessário para evitar que as declarações aqui contidas sejam capazes de induzir a Compradora a erro.

Entre as disposições contratuais transcritas acima, tem-se amostras de uma técnica de redação relativamente comum, na qual diversas palavras, com significados próximos (ou idênticos) umas das outras, são empregadas em sequência no início da cláusula de declarações e garantias para adjetivar as assertivas inseridas nos seus itens (“verdadeiras, precisas, completas e não enganosas e correspondem aos fatos”; “corretas e verdadeiras, não contendo qualquer inveracidade a respeito de fatos relevantes, nem omitindo a divulgação de fatos relevantes”) ou para descrever por qual qualidade delas o declarante responsabiliza-se (“pela veracidade, abrangência e precisão”). Apesar dessa prática prolixa, é possível depreender que, em regra, pretende-se transmitir uma mesma ideia central acerca dessas afirmações: a de que são verdadeiras. Ao que tudo indica, a multiplicação de palavras visa apenas a esclarecer que, por verdadeiro, entende-se não só aquilo que não contém falsidade patente, mas também aquilo que é exato o suficiente para permitir que o receptor da mensagem compreenda adequadamente a situação

em questão – o que, no fundo, decorre da própria definição da palavra “verdadeiro”<sup>64</sup>.

## 2.2. Itens: as declarações e garantias

Na sequência do *caput*, a cláusula traz uma série (na maior parte das vezes, extensa) de itens contendo afirmações de fato, sendo a esses itens que normalmente se pretende fazer referência, no âmbito do contrato e fora dele, quando se fala, genericamente, nas “declarações e garantias”. Antes de tratar das suas características, contudo, faz-se necessário explicar que, por vezes, encontram-se neles disposições de natureza muito diversa, que não são objeto deste trabalho.

### 2.2.1. Declarações e garantias impróprias

Mencionou-se, no capítulo 1.3 acima, que a cláusula de declarações e garantias consiste numa parcela do modelo mundialmente difundido de instrumento contratual de compra e venda de participações societárias de controle. A despeito desse fato ser verdadeiro, não há nada que impeça as partes de fugirem do padrão, estipulando, sob a denominação de “declarações e garantias”, acordos de diferentes tipos. Caso se considerasse que todo e qualquer item inserido em uma cláusula intitulada de “declarações e garantias” é uma “declaração e garantia”, o estudo desse dispositivo contratual seria impossível. Por essa razão, os raciocínios e as conclusões expostos neste trabalho limitam-se ao que se pode chamar de configuração “socialmente típica” das declarações e garantias<sup>65</sup> – exposta no capítulo 2.2.2 abaixo.

No âmbito do que se chamou aqui de declarações e garantias impróprias, duas categorias merecem destaque, por não serem tão incomuns.

---

<sup>64</sup> “VERDADEIRO. De *verdade*, verdadeiro exprime o que é real, autêntico, legítimo, fiel, exato, opondo-se, assim, ao sentido de inexistente, falso, ilegítimo, infiel” (SILVA, Oscar Joseph de Plácido e. **Vocabulário jurídico**. 8. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1984. v. 8. p. 480). “1. Em que dá verdade (...). 2. Que fala a verdade (...). 3. Real, exato (...).” (FERREIRA, Aurélio Buarque de Holanda. **Novo dicionário Aurélio da língua portuguesa**. 3. ed. Curitiba: Positivo, 2004. p. 2049). “VERACIDADE. Do latim *veracitas*, de *verus* (verdadeiro, real), exprime a qualidade do que é conforme à verdade. No sentido jurídico, *veracidade* não foge ao conceito gramatical: é a *fidelidade*, a *exatidão*, a *realidade*, a *autenticidade*” (SILVA, Oscar Joseph de Plácido e. op. cit. p. 479).

<sup>65</sup> A expressão “socialmente típica” é utilizada aqui de modo amplíssimo, para referir-se àquela configuração que, de acordo com os usos do mercado, esperar-se-ia encontrar na cláusula de declarações e garantias. Sobre cláusulas socialmente típicas, em sentido estrito, v. FORGIONI, Paula A. **Contratos empresariais: teoria geral e aplicação**. 7. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2022. p. 53. Afirmando que a cláusula de declarações e garantias é socialmente típica, da mesma autora: FORGIONI, Paula A. Apontamentos sobre a natureza jurídica e a função econômica das cláusulas de declarações e garantias. In: GOUVÊA, Carlos Portugal; PARGENDLER, Mariana; LEVI-MINZI, Maurizio (org.). **Fusões e aquisições: pareceres**. São Paulo: Almedina, 2022. p. 333-344. p. 336.

Em primeiro lugar, tem-se aquelas que estabelecem promessa de fato de terceiro<sup>66</sup>, nos termos do artigo 439 do Código Civil<sup>67</sup>. Na maioria das vezes, essa modalidade de declaração e garantia imprópria existe quando a execução da compra e venda das participações societárias é diferida por algum tempo após a assinatura do contrato<sup>68</sup> e o vendedor promete que terceiros farão e/ou deixarão de fazer algo nesse período, normalmente com relação à condução das atividades da sociedade<sup>69</sup>. Veja-se um caso:

5.18. Operações. Os Vendedores concordam, em nome próprio e por seus diretores, funcionários, representantes, agentes, acionistas e filiais, no período a partir da data deste Contrato e até a Data de Fechamento (inclusive), a não iniciar ou dar seguimento a quaisquer atos ou providências envolvendo qualquer uma das Empresas Alvo, sem autorização prévia do Comprador, dentre os seguintes: (i) reorganização, dissolução, liquidação ou capitalização, exceto se disposto diferentemente neste Contrato; (ii) incorporação, fusão, troca de ações ou aquisição, exceto se autorizados pelo Comprador; (iii) venda de bens fora do curso normal dos negócios; (iv) venda direta ou indireta de qualquer parte do capital ou participações; (v) aquisição de bens para o ativo imobilizado com valor acima de R\$ 100.000,00 (cem mil reais); (vi) qualquer transação ou combinação de negócios envolvendo o capital social ou patrimônio; ou (vii) tomar parte em qualquer outra transação que possa prevenir, impedir, prejudicar ou atrasar a consumação da transação objeto deste Contrato.

Em segundo lugar, há aquelas que criam verdadeiras obrigações – principalmente de fazer e de não fazer<sup>70</sup>. Não obstante essa categoria surja também nos contratos mais sofisticados (vide o exemplo acima, que combina promessas de fatos de terceiros com obrigações de não fazer dos vendedores), é nos contratos menos complexos que brotam as situações mais distantes daquela configuração “socialmente típica” mencionada há pouco. Encontram-se casos em que uma suposta cláusula de declarações e garantias não contém nenhuma declaração e garantia própria, mas apenas obrigações. Há exemplos nesse sentido entre os instrumentos contratuais menos sofisticados analisados no curso deste trabalho. De um deles, consta a seguinte passagem:

4.1. A Vendedora e [o interveniente-anuente] declaram e garantem à Compra-

---

<sup>66</sup> Não se está tratando aqui da tese, difundida principalmente na Itália, de que as declarações e garantias próprias seriam promessas de fato de terceiro. Essa questão é objeto de análise no capítulo 6.3 abaixo.

<sup>67</sup> “Art. 439. Aquele que tiver prometido fato de terceiro responderá por perdas e danos, quando este o não executar”.

<sup>68</sup> V. capítulo 3.3.2 abaixo.

<sup>69</sup> Por vezes, o vendedor promete fatos da própria sociedade, afirmando diretamente que as suas atividades serão desenvolvidas de uma determinada maneira no intervalo de tempo referido no texto. Trata-se, ainda assim, de promessa de fato de terceiro, e não da assunção de obrigação diretamente pela sociedade (ao menos em regra). Isso porque, conquanto a sociedade seja, com alguma frequência, signatária do instrumento contratual, é difícil que figure do acordo como verdadeiro sujeito de obrigações e de direitos, sendo mais comum que a sua posição seja a de interveniente-anuente. Afinal, seria pouco proveitoso para o comprador comprometer a sociedade que passará a controlar.

<sup>70</sup> Da mesma forma, não se está tratando aqui da tese, defendida por um autor no Brasil, de que todas as declarações e garantias próprias poderiam ser, em determinadas circunstâncias, conformações da obrigação principal de dar do vendedor. Essa teoria é examinada no capítulo 6.2 abaixo.

dora o que segue:

4.2. A Vendedora e [o interveniente-anuente] se comprometem, por um período de 2 (dois) anos a partir desta data, a não competir com a [sociedade], direta ou indiretamente (por meio de interposta pessoa, natural ou jurídica), comprometendo-se a não atuar em atividades similares ou correlatas as ora exercidas pela [sociedade], pelo referido período, seja a que título for.

4.3. Similarmente ao disposto em 4.2 acima, a Vendedora e [o interveniente-anuente] se comprometem, por um período de 2 (dois) anos a partir desta data, a não aliciar nenhum cliente, empregado ou colaborador da [sociedade], direta ou indiretamente (por meio de interposta pessoa, natural ou jurídica), comprometendo-se a não persuadir ou tentar persuadir ou contratar qualquer pessoa que seja empregado, prestador de serviço ou colaborador a qualquer título da [sociedade].

(...)

4.5. O descumprimento específico destas cláusulas 4.2 e 4.3 implicará no pagamento de multa pela Vendedora no valor correspondente a R\$ 500.000,00 (quinhentos mil reais), a ser atualizado desde a presente data até o efetivo pagamento pelas variações do IGP-M, sem prejuízo de perdas e danos, e outras medidas legais cabíveis visando à cessação da concorrência e do ilícito contratual.

O fato de não ser difícil encontrar exemplos de declarações e garantias impróprias, principalmente em contratos menos sofisticados, serve de alerta para que se tomem as conclusões deste trabalho *cum grano salis*. A interpretação do caso concreto é indispensável não só para averiguar se as declarações e garantias específicas negociadas pelas partes autorizam o chamamento das ideias aqui expostas, como, antes disso, para verificar se o intérprete está, de fato, diante de uma declaração e garantia.

### 2.2.2. Declarações e garantias próprias

Na sua expressão socialmente típica, as declarações e garantias são afirmações de fatos presentes ou passados<sup>71</sup>, não incluindo previsões do futuro. Há de se diferenciar, contudo, simples prognósticos sobre o que está por vir – por exemplo: “a fábrica detida pela sociedade produzirá 1000 caminhões no ano que vem” (nessa hipótese, a assertiva trata da produção futura da fábrica) – das afirmações de fatos presentes ou passados, mas que são redigidas com foco nos impactos que esses fatos são capazes de produzir no futuro – por exemplo: “a fábrica detida pela sociedade possui capacidade para produzir 1000 caminhões no ano que vem” (aqui, a assertiva diz respeito à capacidade atual da fábrica, ainda que medida com base em uma projeção)<sup>72</sup>.

---

<sup>71</sup> GREZZANA, Giacomo. **A cláusula de declarações e garantias em alienação de participação societária**. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 64.

<sup>72</sup> Não se pode negar por completo a possibilidade de alguém inserir, em uma cláusula de declarações e garantias, uma previsão sobre o futuro. Essa situação, contudo, afastar-se-ia muito do que se denominou configuração soci-

Deve-se, ainda, excetuar, apenas parcialmente, um outro grupo de casos. Como mencionado outrora<sup>73</sup>, ocorre que a compra e venda das participações societárias seja concretizada algum tempo após a assinatura do contrato. Esse descolamento pode ser motivado, entre outros, pela necessidade de implementação de determinados atos societários, pelo vendedor, antes que as participações societárias possam ser transferidas conforme a operação pretendida pelas partes. Nesses casos, encontram-se, entre as declarações e garantias, afirmações de fatos futuros, vide o seguinte exemplo:

5.2.1. Ações. (i) O capital social da NewCo, totalmente subscrito e integralizado, é de R\$ 1.000,00 (um mil reais), dividido em 1.000 (uma mil) ações ordinárias, todas nominativas e sem valor nominal. Até a Data de Fechamento, a [vendedora] conferirá ao capital social da NewCo a quase totalidade das ações detidas pela [vendedora] nas Subsidiárias, de modo que a NewCo possuirá, na Data de Fechamento, 100% (cem por cento) de participação no capital social total e votante das Subsidiárias, com exceção apenas de 1(uma) ação que será detida pela [compradora] e 1 (uma) ação que será detida pela [vendedora]”.

Afirma-se que a exceção é parcial porque, não obstante haja uma afirmação de um estado de coisas futuro, não se trata de uma previsão ou conjectura *per se*. Isso porque os fatos em questão estão sob o controle do vendedor e são, em regra (e no exemplo trazido acima ocorre dessa forma), refletidos em outras partes do contrato, como obrigações assumidas pelo vendedor e/ou como condições à obrigação do comprador de efetivar a compra. Por essa razão, entende-se que a referida exceção não justifica maiores comentários.

Indo adiante, as declarações e garantias costumam versar sobre temas bastante variados, que se propõe agrupar a partir dos diferentes sujeitos e objetos a que se referem, do seguinte modo<sup>74</sup>:

---

almente típica da cláusula, ao menos no Brasil (na Espanha, por exemplo, parece ser aceita a utilização de declarações e garantias de crença, nas quais o vendedor registra o que acredita que acontecerá ou não com as atividades da sociedade – v. POMAR, Fernando Gómez; SALDAÑA, Marian Gili. Las manifestaciones y garantías en los contratos de compraventa de empresas. In: QUETGLAS, Rafael Sebastián (dir.); LUNA, Martín Jordano (coord.). **Manual de fusiones y adquisiciones de empresas**. Las Rozas: Wolters Kluwer, 2016. p. 417-447. p. 444). A título de exemplo, não se encontrou, em nenhum dos 60 contratos analisados no curso deste trabalho, uma declaração e garantia contendo previsão sobre o futuro. Por essa razão, essa hipótese não será explorada.

<sup>73</sup> É retomado com maior profundidade no capítulo 3.3.2 abaixo.

<sup>74</sup> São fornecidos a seguir exemplos das declarações e garantias mais usuais em cada uma das categorias propostas, sem nenhuma pretensão de completude. Isso porque o conteúdo dessa disposição decorre diretamente das características da empresa explorada pela sociedade emissora das participações vendidas, de modo que, dependendo das peculiaridades do caso, questões muito específicas serão objeto de declarações e garantias. “[N]o standard set of warranties can be entirely suitable for every deal” (THOMPSON, Robert (ed.). **Sinclair on warranties and indemnities on share and asset sales**. 11<sup>th</sup> ed. London: Sweet & Maxwell, 2020. p. 127). Além disso, os temas abordados nas declarações e garantias são alterados constantemente, conforme os ventos do mercado. A título de exemplo, um autor reporta que, nos Estados Unidos da América, por força dos recentes escândalos envolvendo Harvey Weinstein, Leslie Roy Moonves e outros executivos proeminentes, compradores começaram a demandar declarações e garantias sobre a inexistência de alegações de assédio sexual contra funcionários da sociedade (GRIFFITH, Sean J. Deal insurance: representation & warranty insurance in mergers and acquisitions. **Minnesota Law Review**, Minneapolis, v. 104, n. 4, p. 1839-1920, 2020. p. 1841).

(i) declarações e garantias referentes às partes e ao contrato: sobre a constituição e a regularidade das partes (quando pessoas jurídicas), a sua capacidade (quando pessoas físicas), a validade das obrigações estabelecidas pelo contrato, o seu efeito vinculativo, a obtenção das autorizações necessárias à sua celebração, os poderes de apresentação dos seus signatários, a inexistência de conflitos entre as obrigações estabelecidas no contrato e aquelas assumidas em outras searas pelas partes etc. – por exemplo:

8.1.2. Validade e Exequibilidade. O presente Contrato foi devidamente celebrado pela Vendedora, que possui plena capacidade e poderes para tanto, e representa um compromisso legal, válido e vinculante da Vendedora, integralmente exequível contra ela em conformidade com os termos contidos neste e naquele instrumento.

(ii) declarações e garantias referentes às participações societárias: sobre a propriedade das participações societárias, a composição acionária (ou de quotistas) da sociedade e a representatividade das participações societárias vendidas nessa estrutura, a inexistência de ônus sobre as participações societárias, a inexistência de direito de preferência de terceiros sobre as participações societárias (ou a obtenção da anuência dos eventuais detentores de tais direitos), a inexistência de acordos parassociais que vinculem as participações societárias vendidas etc. – por exemplo:

5.2.1. Ações. (...) (iii) As Ações encontram-se livres e desembaraçadas de quaisquer Ônus, não havendo restrição legal, judicial, contratual ou administrativa que impeça ou restrinja a consumação da compra e venda objeto deste Contrato.

(iii) declarações e garantias referentes à sociedade, que merecem ser subdivididas em dois grupos:

(iii.1) declarações e garantias referentes à constituição e à regularidade da sociedade: sobre a validade da constituição da sociedade, a sua existência, a detenção das licenças necessárias à condução de suas atividades/exploração do seu objeto social etc. – por exemplo:

6.6. Constituição e Operação. A Companhia é sociedade anônima, devidamente organizada e existente de acordo com as Leis da República Federativa do Brasil. A Companhia detém todas as permissões, licenças, aprovações e autorizações necessárias para a condução de suas atividades.

(iii.2) declarações e garantias referentes às atividades da sociedade: sobre a adequação das demonstrações financeiras da sociedade às normas contábeis e a fidedignidade das informações nelas contidas<sup>75</sup>, o cumprimento da legis-

---

<sup>75</sup> Diversos autores destacam que a declaração e garantia sobre as demonstrações financeiras/o balanço da sociedade é a mais relevante: IORIO, Giovanni. Vendita di partecipazioni sociali: garanzie contrattuali e termine di prescrizione. **Giurisprudenza Italiana**, [S.l.], giugno/2014, p. 2408-2414, 2014. p. 2410; RUBINO-SAMMAR-TANO, Mauro. **Garanzie nella compravendita di pacchetti azionari e di imprese**. Milano: Giuffrè, 2006. p. 95;

lação (tributária, trabalhista, previdenciária, ambiental, concorrencial etc.) pela sociedade, a forma de condução de suas atividades empresariais, as suas contingências, os processos em que está ou pode vir a ser envolvida (judiciais ou arbitrais), a propriedade de seus ativos e os gravames constituídos sobre eles, a condição de suas unidades fabris, os contratos de que é parte (e seu cumprimento e/ou inexistência de inadimplemento), os seus empregados, as apólices de seguro que cobrem suas operações, as suas contas bancárias, os seus procuradores, os seus direitos de propriedade intelectual, o seu inventário, os seus estoques, as suas contas a receber, os seus representantes comerciais, a sua posição como garantidora de terceiros etc. – por exemplo:

4.1.15. *Propriedade Intelectual*. A Companhia não infringiu direitos de terceiros com relação a marcas, domínios, patentes, nomes comerciais, desenhos industriais, marcas de serviço ou qualquer outro direito de propriedade intelectual.

(iv) declarações e garantias referentes a documentos/informações trocados durante a fase de negociações do contrato: sobre a veracidade e a completude desses documentos/informações – por exemplo:

5.1.18. Informações Verdadeiras e Completas. Os documentos e informações fornecidos pelos Vendedores ou pela Sociedade à Compradora durante a auditoria conduzida pela Compradora e a negociação dos Documentos de Aquisição, com relação à Sociedade, seus respectivos bens, obrigações, ativos e passivos, a negociação deste Contrato e os negócios aqui contemplados não apresentam qualquer informação relevante incorreta nem omitem qualquer informação relevante para a decisão da Compradora de adquirir as Quotas Adquiridas e de celebrar as operações contempladas nos Documentos de Aquisição.

(v) declarações e garantias referentes às declarações e garantias (metadeclarações): sobre a veracidade e a completude das declarações e garantias apostas no próprio contrato – por exemplo:

4.31. Veracidade. As declarações, garantias e informações prestadas pelas Vendedoras sob este Contrato (incluindo seus anexos) são verdadeiras, completas, atualizadas e suficientes e refletem fidedignamente a situação das Companhias em todos os seus aspectos relevantes. (...).

O agrupamento proposto acima para as declarações e garantias será retomado ao longo deste trabalho, quando se entender que as diferenças entre os grupos são capazes de gerar consequências. Nada obstante, é possível, na prática, que haja itens da cláusula com afirmações de mais de um desses grupos.

Consoante se exporá no capítulo 3 abaixo, as declarações e garantias exercem funções

---

e TINA, Andrea. **Il contratto di acquisizione di partecipazioni societarie**. Milano: Giuffrè, 2007. p. 370.

ligadas, essencialmente, à diminuição do risco assumido pelo comprador com a operação. Por consequência, as declarações e garantias do comprador tendem a ser bem menos extensas do que as do vendedor, abrangendo apenas a categoria (i) referida acima<sup>76</sup>. A bem da verdade, não se tem notícias de casos em que as declarações e garantias do comprador tenham sido objeto de litígios ou de maiores discussões. Por essas razões, o presente trabalho centra-se nas declarações e garantias do vendedor.

### 2.2.2.1. Exceções e limitações

Muitas vezes, as declarações e garantias (principalmente aquelas da categoria (iii.2) mencionada acima) são excepcionadas, por meio de duas técnicas.

Quando a exceção que o vendedor tem a fazer é singela, pode ser inserida no próprio texto da afirmação de fato, do seguinte modo:

4.12. **Contratos e Compromissos.** Os Vendedores declaram que a sociedade não possui qualquer contrato, acordo, verbal ou escrito, do qual a Sociedade seja parte ou por meio do qual a Sociedade tenha passivo, incluindo, mas não se limitando à existência de contrato para a venda futura do etanol. Esta declaração tem como exceção o Instrumento Particular de Confissão de Dívida firmado com a [sociedade x] e o Contrato de Servidão assinado com o Sr. [y] e sua esposa.

O mais comum, no entanto, é que as exceções sejam mais amplas, por poderem englobar, por exemplo, todos os processos nos quais a sociedade está envolvida. Nesses casos, o usual é produzirem-se anexos ao contrato, nos quais são inseridas as informações pertinentes. Com isso, as partes evitam tanto a poluição do instrumento contratual (cuja compreensão seria difícil se, em cada declaração e garantia, houvesse uma longa lista de exceções), quanto – e aqui pode estar o maior interesse nesse método – a inserção de informações potencialmente sensíveis no corpo do acordo, que poderá vir a ser publicizado, dentre outros, na hipótese de tornar-se objeto de litígios judiciais. Veja-se um exemplo dessa técnica:

6.1.18. Outras Participações/Filiais. (...) A Sociedade não possui qualquer outra filial além daquelas listadas no Anexo 6.1.8.

Por vezes, as informações contidas nos anexos são postas no centro da declaração e

---

<sup>76</sup> A doutrina reporta que as declarações e garantias emitidas pelo comprador são mais extensas quando o pagamento do preço é realizado por meio de participações societárias de emissão do comprador ou de títulos de dívida (BEVIÁ, Vicente Gimeno. **Las condiciones en el contrato de compraventa de empresa.** Cizur Menor: Aranzadi, 2016. p. 301; GILSON, Ronald J. Value creation by business lawyers: legal skills and asset pricing. **The Yale Law Journal**, New Haven, v. 94, n. 2, p. 239-313, 1984. p. 259; e RADJAI, Noradèle. Claims for breach of representations and warranties. *In*: POULTON, Edward (ed.). **Arbitration of M&A transactions: a practical global guide.** London: Globe Law and Business, 2014. p. 325-342. p. 328). A hipótese afasta-se do tema deste trabalho, pois a legislação brasileira considera que só há compra e venda se o pagamento do preço é realizado em dinheiro (conforme artigo 481 do Código Civil).

garantia, da seguinte maneira:

4.1.10. Empregados e Contratadas. O Anexo 4.1.10 apresenta uma relação de todos os empregados e contratados da Sociedade e suas respectivas remunerações, nesta data (...).

Essa estratégia parece simples, mas é capaz de dar azo a algumas dúvidas que, se não endereçadas pelas partes no contrato, podem ser objeto de litígios no futuro. A principal delas diz respeito aos efeitos das informações contidas nos anexos com relação às outras declarações e garantias que não aquela que lhe faz referência. Em termos mais diretos: se um dado é inserido no anexo relacionado à declaração e garantia sobre o contencioso da sociedade e entra em conflito com a declaração e garantia sobre a propriedade dos imóveis necessários à condução das atividades da sociedade, considera-se que essa última foi excepcionada? Esse tipo de questão só pode ser resolvido no caso concreto, mas merece atenção quando da redação do pacto.

Além disso, as declarações e garantias podem ser limitadas por meio do emprego do que se convencionou denominar qualificadoras. As mais comuns são de duas matrizes: materialidade e conhecimento.

As qualificadoras de materialidade podem ser genéricas ou específicas. Uma qualificadora de materialidade específica circunscreve a declaração e garantia dentro de um valor particular, claramente indicado no texto. Por exemplo:

6.5.1. *Instrumentos Contratuais*. (...) A Sociedade não possui nenhum: (...) (v) Instrumento Contratual que não possa ser rescindido sem pagamento, pela Sociedade ou por qualquer de suas Afiliadas, superior a R\$ 10.000,00 (dez mil reais); (...).

Depreende-se, da leitura de uma declaração e garantia com esse teor, que um “Instrumento Contratual que (...) possa ser rescindido” com “pagamento” inferior “a R\$ 10.000,00” não está abrangido. Essa metodologia, conquanto atribua bastante clareza ao âmbito da declaração e garantia, não pode ser empregada em todas as situações. Dependendo do tema abordado, será difícil estabelecer um valor fixo, abaixo do qual a informação em questão não seria relevante o suficiente para ser considerada.

Por sua vez, as qualificadoras de materialidade genéricas podem possuir diferentes graus de imprecisão. Uma técnica que lhes confere algum nível de concretude é o emprego de termos definidos como o de “evento material adverso”. Nessa configuração, as partes estabelecem uma definição, mais ou menos ampla, para o termo e inserem-no nas declarações e garantias. Por exemplo:

Evento Material Adverso significa qualquer evento, fato ou ato que seja materialmente adverso para as condições financeiras ou para a operação ou para os negócios da Companhia.  
(...)

4.1.14. Condução de Negócios. Desde a Data Base até a presente data (...) nenhum dos seguintes atos foi praticado, sem a ciência de algum representante da Compradora: (...) qualquer alteração em qualquer prática ou método contábil, exceto por aqueles requeridos pela Legislação aplicável, e pelas ações que não causem, em conjunto ou separadamente, um Evento Material Adverso para a Companhia.

Também é possível – e comum – que a qualificadora de materialidade seja ainda mais indeterminada, consistindo apenas na inserção de palavras como “material”, “relevante” etc. na declaração e garantia, sem que haja explicação do seu significado. Assim:

5.2.2. **Concessões**. As Subsidiárias estão em conformidade e adimplindo com todas as obrigações relevantes previstas nos Contratos de Concessão (...).

Nesses casos, as partes decidem evitar o custo de negociar uma delimitação mais clara para a declaração e garantia e relegam a interpretação do que seria material ou relevante para o futuro julgador, na eventualidade de advir um litígio. Assumem, de certa forma, o risco de serem surpreendidas com resultados não antecipados, devido tanto à pouca determinação inerente a esses termos<sup>77</sup>, quanto ao fato de que, na prática, há diversos graus de materialidade ou relevância<sup>78</sup>, de modo que situações limítrofes admitirão decisões em qualquer sentido.

A seu turno, as chamadas qualificadoras de conhecimento são utilizadas para restringir uma declaração e garantia às informações detidas pelo vendedor sobre os fatos afirmados. Podem assumir diversos formatos e, assim como as qualificadoras de materialidade, podem ser implementadas por meio da técnica dos termos definidos. As construções mais comuns estão refletidas nos seguintes exemplos:

5.2.2.1. **Condições das Concessões**. Não existem, na presente data e no conhecimento da Vendedora, elementos e/ou fatos que possam dar causa à caducidade das Concessões, intervenção sobre as Concessões, anulação das Concessões, revisão extraordinária para menor das Receitas Anuais Permitidas, ou à diminuição dos prazos das concessões.

17. Contencioso. Exceto conforme relacionado no Anexo [17] não há qualquer processo ou ação trabalhista, fiscal, ambiental, cível judicial ou administrativa ou inquérito público pendente ou, no melhor conhecimento dos Vendedores, ameaçado contra a Sociedade, ou por ela iniciado.

Melhor Conhecimento dos Vendedores significa o conhecimento efetivo e

---

<sup>77</sup> ADAMS, Kenneth A. A legal-usage analysis of “material adverse change” provisions. **Fordham Journal of Corporate & Financial Law**, [New York], v. 10, n. 1, p. 9-53, 2004. p. 23 (“Material is problematic, in that it is an inherently vague (...) word”); e BEVIÁ, Vicente Gimeno. **Las condiciones en el contrato de compraventa de empresa**. Cizur Menor: Aranzadi, 2016. p. 113 (“En cualquier caso, el problema de fondo que presenta la calificación (...) como ‘material’ es la propia ambigüedad del termo”). Ambos os autores relatam que haveria ao menos dois sentidos relativamente aceitos para a palavra material. O primeiro seria o de algo capaz de alterar o processo decisório de um sujeito (no caso, seria material o suficiente para ser inserida na declaração e garantia a informação que fosse capaz interferir no processo decisório do comprador). O segundo seria o de algo importante ou significativo, em geral.

<sup>78</sup> “What is not always appreciated, however, is that materiality is a matter of degree, rather than an either-or binary characteristic” (CRASWELL, Richard. Taking information seriously: misrepresentation and nondisclosure in contract law and elsewhere. **Virginia Law Review**, Charlottesville, v. 92, n. 4, p. 565-632, 2006. p. 627).

inequívoco dos Vendedores na condição de acionistas da Companhia.  
(...)

6.11. **Contencioso.** Exceto pelos processos nº [x] e nº [y] (...) nos quais a Companhia e os Vendedores figuram como autores, nesta data, não há qualquer processo ou ação de natureza cível ou administrativa, arbitragem ou inquérito público pendente contra a Companhia, ou por ela iniciado, e segundo o Melhor Conhecimento dos Vendedores, não há fatos conhecidos que façam com que tais processos sejam esperados.

“**Conhecimento**”, com relação aos Vendedores, significa que nenhum deles tem efetivo conhecimento de um fato ou circunstância que seja incoerente com a declaração que seja qualificada por referência a ele ou, mediante investigação razoável sob as circunstâncias, que se esperaria razoavelmente descobrisse a existência de referido fato ou circunstância e, com relação à Sociedade e à Compradora, significa que nenhum de seus diretores tem efetivo conhecimento ou tal conhecimento construtivo.

(...)

6.6.1. **Cumprimento.** (...) A Sociedade não está sob investigação com relação à violação ou descumprimento de nenhuma Lei e, em seu conhecimento, não há fatos ou circunstâncias que constituiriam base para nenhuma dessas investigações.

Os excertos acima demonstram que também a qualificadora de conhecimento pode ser mais ou menos esclarecedora. Afinal, as expressões “no conhecimento” e “no melhor conhecimento” são capazes de gerar dúvidas sob vários aspectos<sup>79</sup>, dos quais se destacam (i) se é permitida a imputação de conhecimento, caso a informação em questão pudesse ser descoberta com determinado nível de diligência (em outras palavras, se o conhecimento em questão é aquele efetivamente detido ou aquele que seria detido por um agente de normal diligência naquelas circunstâncias concretas); e (ii) no caso das pessoas jurídicas, quem são as pessoas físicas cujo conhecimento é relevante (seja nominalmente, seja com relação aos cargos ocupados na organização). O último exemplo trazido acima endereça ambas essas questões<sup>80</sup>. Nada obstante, essa ainda não parece ser uma prática generalizada no Brasil, diferentemente do que ocorre nos

---

<sup>79</sup> Há quem entenda que essas expressões estabeleceriam uma espécie de hierarquia relativa à importância da informação, sendo aquelas qualificadas pelo “melhor conhecimento” mais relevantes do que aquelas relacionadas apenas ao “conhecimento” (CITOLINO, Carolina Bosso. **Indenização pelo descumprimento da cláusula de declarações e garantias no Brasil.** 2013. Monografia (Pós-Graduação *Lato Sensu* em Direito) – Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, São Paulo, 2013. p. 51-52).

<sup>80</sup> Nos Estados Unidos da América, as cortes já tiveram a oportunidade de emitir algumas decisões nesse campo, tendo entendido que o termo “melhor conhecimento” incorpora certo grau de incerteza (LEVIN, Edward J. “Best” is not always best when it comes to knowledge. **Probate and Property Magazine**, Chicago, v. 30, n. 1, 2016. Disponível em: [https://www.americanbar.org/groups/real\\_property\\_trust\\_estate/publications/probate-property-magazine/](https://www.americanbar.org/groups/real_property_trust_estate/publications/probate-property-magazine/). Acesso em: 17 dez. 2020. p. 2), bem como estabelecido que o “melhor conhecimento” de alguém corresponde ao que essa pessoa efetivamente sabe, de modo que, se o objetivo do comprador for exigir investigações diligentes do vendedor antes da emissão da declaração e garantia, a qualificadora deverá ser alterada para algo na linha de “no melhor conhecimento, após a devida investigação” (CUNHA, Juliana Bonazza Teixeira da. **A qualificadora “no melhor conhecimento” em contratos de compra e venda de participação societária.** 2016. Dissertação (Mestrado em Direito) – Escola de Direito de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2016. p. 44).

Estados Unidos da América<sup>81</sup>.

### 2.2.2.2. Classificações tradicionais

A doutrina italiana e portuguesa classifica as declarações e garantias segundo o seu conteúdo, separando-as em *legal warranties* (ou garantias formais ou legais) e *business warranties* (ou garantias económicas ou patrimoniais). As primeiras dizem respeito às participações societárias (e/ou à situação da sociedade do ponto de vista estritamente jurídico), enquanto as segundas concernem à situação patrimonial e financeira da sociedade (e, a depender do caso, à sua rentabilidade), subdividindo-se em sintéticas (ou gerais) e analíticas (ou específicas). As garantias sintéticas são genéricas e tratam do património social como um todo (i.e., no seu valor total), enquanto as analíticas adentram pontos ou elementos específicos da situação patrimonial e financeira da sociedade<sup>82</sup>.

A virtude dessa categorização estaria nos supostos diferentes efeitos gerados pelos três

---

<sup>81</sup> Um estudo realizado nos Estados Unidos da América analisou 50 contratos comerciais e constatou que, em 48 deles (ou em 96% do total), o termo “conhecimento” era definido (LEVIN, Edward J. “Best” is not always best when it comes to knowledge. **Probate and Property Magazine**, Chicago, v. 30, n. 1, 2016. Disponível em: [https://www.americanbar.org/groups/real\\_property\\_trust\\_estate/publications/probate-property-magazine/](https://www.americanbar.org/groups/real_property_trust_estate/publications/probate-property-magazine/). Acesso em: 17 dez. 2020. p. 6). Em comparação, dos 30 contratos mais sofisticados examinados no decorrer deste trabalho, 25 utilizam alguma qualificadora de conhecimento e, desses, apenas 7 definem-na.

<sup>82</sup> ALFANO, Ylenia Zaira. Rischi connessi all’acquisto di partecipazioni societarie: garanzie fiscali, previdenziali ed ambientali tra tutela dell’acquirente e specifiche previsioni normative. **Innovazione e Diritto**, Napoli, n. 5/2012, p. 90-105, 2012. p. 93-94; ANTUNES, José Engrácia. A empresa como objecto de negócios: “asset deals” versus “share deals”. **Revista da Ordem dos Advogados**, Lisboa, ano 68, v. 2/3, p. 715-793, 2008. p. 783-785; BIANCHI, Maria Teresa. Clausole particolari nel trasferimento di pacchetti azionari di riferimento. **Il Diritto Fallimentare e delle Società Commerciali**, Padova, v. 68, n. 3, p. 370-402, 1993. p. 384-385; CÂMARA, Paulo; BASTOS, Miguel Brito. O direito da aquisição de empresas: uma introdução. In: CÂMARA, Paulo (coord.). **Aquisição de empresas**. Coimbra: Coimbra Editora, 2011. p. 13-64. p. 40; CASELLA, Paolo. I due sostanziali metodi di garanzia al compratore. In: BONELLI, Franco; DE ANDRÉ, Mauro (org.). **Acquisizioni di società e di pacchetti azionari di riferimento**. Milano: Giuffrè, 1990. p. 129-144. p. 137-140; EREDE, Sergio. I contenuti tipici dei contratti di compravendita internazionale di partecipazioni societarie: *representations, indemnities, legal opinions*. In: DRAETTA, Ugo (coord.). **Compravendite internazionali di partecipazioni societarie**. Milano: EGEA, 1990. p. 55-63. p. 56-57; GALVÃO, Clemente. Conteúdo e incumprimento do contrato de compra e venda de participações sociais. **Revista da Ordem dos Advogados**, Lisboa, ano 70, v. 1-4, 2010. Disponível em: <https://portal.oa.pt/publicacoes/revista/>. Acesso em: 26 nov. 2020. p. 8; IORIO, Giovanni. **Struttura e funzioni delle clausole di garanzia nella vendita di partecipazioni sociali**. Milano: Giuffrè, 2006. p. 4-5; PEDERSOLI, Alessandro. Le garanzie fiscali, previdenziali ed ecologiche. In: BONELLI, Franco; DE ANDRÉ, Mauro (org.). **Acquisizioni di società e di pacchetti azionari di riferimento**. Milano: Giuffrè, 1990. p. 145-154. p. 147-148; PIRES, Catarina Monteiro. **Aquisição de empresas e de participações acionistas: problemas e litígios**. Coimbra: Almedina, 2019. p. 64; PISTORELLI, Roberto. Le garanzie “analitiche” sulle voci della situazione patrimoniale di riferimento. In: BONELLI, Franco; DE ANDRÉ, Mauro (org.). **Acquisizioni di società e di pacchetti azionari di riferimento**. Milano: Giuffrè, 1990. p. 155-167. p. 157-158; RUBINO-SAMMARTANO, Mauro. **Garanzie nella compravendita di pacchetti azionari e di imprese**. Milano: Giuffrè, 2006. p. 93-94; RUSSO, Fábio Castro. Das cláusulas de garantia nos contratos de compra e venda de participações sociais de controlo. **Direito das Sociedades em Revista**, Coimbra, ano 2, v. 4, p. 115-136, 2010. p. 123-129; e TINA, Andrea. **Il contratto di acquisizione di partecipazioni societarie**. Milano: Giuffrè, 2007. p. 332-333 e 361-365. Mencionando a separação entre declarações e garantias sintéticas e analíticas na Espanha: AGUAYO, Juan. **Las manifestaciones y garantías en el derecho de contratos español**. Pamplona: Editorial Aranzadi, 2011. *E-book*. cap. 1.

tipos de declarações e garantias. Em linhas gerais: (i) as *legal warranties* reforçariam as garantias previstas em lei e facilitariam sua aplicação (pensa-se principalmente nos institutos dos vícios redibitórios e da evicção); (ii) as *business warranties* sintéticas tratariam da consistência patrimonial global da sociedade, e não de cada item do patrimônio (de modo que a averiguação da sua veracidade dependeria da compensação entre passivos e ativos não refletidos no valor total do patrimônio social informado, havendo falsidade apenas no caso de o resultado dessa conta ser negativo); e (iii) as *business warranties* analíticas cobririam as situações específicas consideradas mais relevantes pelas partes (podendo ser taxadas de falsas ainda que a eventual superveniência passiva no patrimônio social daí decorrente fosse compensada por superveniências ativas).

A separação proposta pelos italianos e pelos portugueses lembra aquela difundida nos mercados dos Estados Unidos da América e da Inglaterra, onde as declarações e garantias são divididas entre *fundamental* – as que tratam da situação jurídica do vendedor, da sociedade e das participações societárias, por vezes referidas como aquelas necessárias para que o comprador consiga receber as participações societárias adquiridas – e *general* – as que, amplamente, abordam a situação do patrimônio, das finanças e das atividades da sociedade<sup>83</sup>.

Para os fins deste trabalho, não se vislumbra utilidade na classificação entre *legal warranties* e *business warranties* ou entre declarações e garantias *fundamental* e *general*. Isso porque, como se verá adiante, entende-se que todas essas classes recebem o mesmo tratamento no direito brasileiro, sendo as diferenças possíveis muito mais decorrentes do desenho contratual negociado pelas partes. E, nas situações em que declarações e garantias específicas geram a necessidade de atenção adicional a um ou a outro ponto, a circunscrição dessas exceções é mais restrita, não abrangendo de forma homogênea aqueles quatro grupos. Por essa razão, não se utilizam, seguindo adiante, essas duas categorizações, preferindo-se fazer menções pontuais aos grupos de declarações e garantias propostos no capítulo 2.2.2 acima.

Em contrapartida, a separação entre declarações e garantias sintéticas e analíticas tem consequências práticas. Embora seja preponderantemente acadêmica a hipótese de um contrato contendo apenas um desses dois tipos de declarações e garantias – como esclarecido pela pró-

---

<sup>83</sup> BATISTA, Ana Sofia et al. Private mergers and acquisitions: global trends in buyer protection. **International Law Practicum**, Albany, v. 26, n. 1, p. 59-70, 2013. p. 64; COATES IV, John. C. **M&A contracts: purposes, types, regulation, and patterns of practice**. Cambridge, 2015. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2593866>. Acesso em: 15 out. 2022. p. 10; GRIFFITH, Sean J. Deal insurance: representation & warranty insurance in mergers and acquisitions. **Minnesota Law Review**, Minneapolis, v. 104, n. 4, p. 1839-1920, 2020. p. 1855; PARTIGAN, John; LOWRY, Carolyn; HAN, Pierce. Key findings from 2017 survey of M&A indemnification deal terms. **Insights**, New York, v. 31, n. 12, p. 19-21, 2017. p. 19; e THOMPSON, Robert (ed.). **Sinclair on warranties and indemnities on share and asset sales**. 11<sup>th</sup> ed. London: Sweet & Maxwell, 2020. p. 41.

pria doutrina italiana<sup>84</sup> –, o reconhecimento da diferença entre elas pode ser relevante na interpretação do pacto. Nesse sentido, autores italianos reportam que as declarações e garantias sintéticas tendem a receber interpretação extensiva, enquanto as analíticas seriam tomadas restritivamente<sup>85</sup>. Essa linha parece refletir princípios interpretativos difundidos no Brasil. No caso de declarações e garantias bem circunscritas (analíticas), pensa-se na utilização da oitava regra de Pothier: “Quelque généraux que foient les termes dans lefquels une convention eft conçue, elle ne comprend que les chofes fur lefquelles il paroît que les parties contractantes fe font propofées de contracter, & non pas celles auxquelles elles n’ont pas penfé”. Na hipótese de declarações e garantias gerais (sintéticas), pode-se chamar à aplicação a nona regra proposta pelo mesmo autor: “Lorfque l’objet de la convention, eft une univerfalité de chofes, elle comprend toutes les chofes particulieres qui compofent cette univerfalité”<sup>86</sup>. Afinal, se uma declaração e garantia sintética foi concebida para “determinado fim, não se pode admitir interpretação extensiva que desvie daquilo que objetiva e socialmente dele se esperava – e do que as partes efetivamente contrataram”, enquanto, se “as partes fazem referência a um conjunto”, estipulando uma declaração e garantia sintética, “incluem todas as coisas que o integram”<sup>87</sup>.

### 2.2.2.3. Falsidades

Espelhando a prática adotada na redação do *caput* da cláusula, é comum que se empreguem diversas palavras diferentes para tratar da situação em que uma declaração e garantia não corresponde precisa e completamente à realidade. Apenas nos 30 instrumentos mais sofisticados analisados no curso deste trabalho, encontraram-se os termos “inadequação”, “inexatidão”, “descumprimento”, “infração”, “falsidade”, “violação”, “incorreção”, “omissão”, “erro”, “inveracidades”, “imprecisão”, “insuficiência”, “quebra”, “omissão dolosa ou culposa” e “erro doloso ou culposo”.

Há uma verdadeira profusão de vocábulos, muitas vezes empregados conjuntamente em um mesmo contrato, um após o outro, em uma espécie de lista. Como se representassem situa-

---

<sup>84</sup> “Difatti, tale distinzione presenta un carattere squisitamente dottrinale proprio perché nella prassi contrattuale le clausole analitiche e sintetiche sono utilizzate in combinazione tra di loro, senza che sia possibile in concreto neanche tracciare una precisa linea di demarcazione” (TINA, Andrea. **Il contratto di acquisizione di partecipazioni societarie**. Milano: Giuffrè, 2007. p. 365).

<sup>85</sup> ALFANO, Ylenia Zaira. Rischi connessi all’acquisto di partecipazioni societarie: garanzie fiscali, previdenziali ed ambientali tra tutela dell’acquirente e specifiche previsioni normative. **Innovazione e Diritto**, Napoli, n. 5/2012, p. 90-105, 2012. p. 96; e TINA, Andrea. op. cit. p. 369.

<sup>86</sup> POTHIER, Robert-Joseph. **Traité des obligations**. Orleans: Rouzeau-Montaut, 1761. t. 1. p. 109-110.

<sup>87</sup> FORGIONI, Paula A. **Contratos empresariais: teoria geral e aplicação**. 7. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2022. p. 252-253.

ções distintas. Acaba-se criando uma complexidade desnecessária. Para desfazê-la, primeiro é necessário firmar que, do ponto de vista lógico, não há sentido em dizer que uma declaração e garantia é violada, descumprida, infringida ou quebrada. Essas palavras transmitem a ideia de uma ação tomada após o contrato ser assinado. Afinal, só é possível violar, descumprir, infringir ou quebrar algo que existe anteriormente. Uma declaração e garantia, contudo, não é posta no contrato em um primeiro momento para, depois, ser objeto de uma dessas condutas. É, como se viu, uma afirmação de fato, de modo que pode, basicamente, ser verdadeira ou falsa apenas quando é emitida<sup>88</sup>. É importante bem vincar esse ponto: uma afirmação de fato não sofre alterações com o tempo, ela é verdadeira ou falsa assim que é emitida (normalmente, na data em que o instrumento contratual é assinado) e assim permanece, independentemente do que ocorrer no futuro. E não há mudança nesse panorama na hipótese de a declaração e garantia fazer referência a uma data, como no seguinte exemplo:

4.7. **Ausência de Passivo Não Divulgado.** Em 31 de outubro de 2.010 a Sociedade não tinha (...) quaisquer Passivos, com exceção daqueles refletidos nas Demonstrações Financeiras para o período encerrado em 31 de outubro de 2.010 (...).

Até mesmo nessa hipótese, a declaração e garantia é falsa ou verdadeira quando é emitida. Mas, por referir-se ao passado, a averiguação da sua falsidade dependerá da verificação da realidade no momento específico selecionado pelas partes (no caso, em 31 de outubro de 2010).

Dentro da noção de falsidade, podem incluir-se todas as ideias que as expressões mencionadas anteriormente transmitem. Afinal, uma declaração e garantia incorreta, inadequada, inexata, omissa, errônea, não verdadeira, imprecisa, insuficiente ou errada, no fundo, conterà falsidade<sup>89</sup> e será falsa<sup>90</sup> – e serão essas as palavras utilizadas na continuidade deste trabalho.

---

<sup>88</sup> “A representation made on the date of the agreement is accurate or inaccurate with respect to that date only. It doesn’t make sense to refer to it as remaining accurate, or becoming inaccurate due to developments occurring after the date of the agreement – it will always be accurate, but with respect to that date only” (ADAMS, Kenneth A. **The structure of M&A contracts**. [S.l.]: Thomson Reuters, 2016. p. 15). Por essa razão, não se pode concordar com a afirmação de que uma declaração e garantia poderia ser falsa quando trata “da prática de um ato que não era considerado ilícito ou irregular à época em que foi praticado, mas vem posteriormente a ser assim considerado por mudanças legislativas ou jurisprudenciais retroativas” (GREZZANA, Giacomo. **A cláusula de declarações e garantias em alienação de participação societária**. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 67). Se, no momento da emissão da declaração e garantia, a afirmação de fato é verdadeira, ela não pode se tornar falsa por força de fatos posteriores, como uma alteração legislativa.

<sup>89</sup> “FALSIDADE. Derivado do latim *falsus*, de que se formou *falsitas* (falsidade, mentira, impostura), indica-se a qualidade ou estado de tudo que é falso ou contrário à verdade ou à realidade. É a *supressão* ou *alteração da verdade*. A falsidade, assim, é revelada em tudo o que se faz, ou afirma, contrariando, no todo ou em parte, a verdade dos fatos ou das coisas. (...) Objetiva-se ou se perpetra por *palavras*, *por fatos* ou *por escrito*. (...)”. (SILVA, Oscar Joseph de Plácido e. **Vocabulário jurídico**. 8. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1984. v. 2. p. 266-267).

<sup>90</sup> “FALSA. Derivado do latim *falsus* (iludido, fingido), é aplicado, na linguagem jurídica, para dar ou indicar a idéia de toda coisa que está *fora da verdade*, foi *dissimulada*, *adulterada*, que *contém fingimento* ou *é feita com engano*, ou *erro*, *na intenção de iludir*. (...) Desse modo, todo ato, todo fato, todo negócio, ou toda coisa, que se verifique falsa, não representa a realidade, havendo sido adulterada ou dissimulada por mero fingimento ou por puro engano” (SILVA, Oscar Joseph de Plácido e. op. cit. p. 265). “[F]also. (...) 1. Contrário à realidade. 2. Em

De qualquer forma, o mais relevante é vincar que uma declaração e garantia contém falsidade sempre que não comunica a verdade dos fatos (seja porque a contraria patentemente, seja porque deixa de mencionar algum detalhe relevante para a compreensão do todo etc.). Percebe-se que falsidade é um conceito concreto, independente da intenção ou do conhecimento do emissor da declaração e garantia (exceto na hipótese de haver qualificadora de conhecimento, como se indica a seguir). O que não significa dizer que o emissor sempre terá alguma responsabilidade em decorrência dessa falsidade, como se verá adiante. Mas, ainda que não surta efeitos, a falsidade terá existido.

Parece simples constatar se uma afirmação de fato é falsa ou verdadeira. Em teoria, basta confrontar o seu conteúdo com a realidade. Há, contudo, algumas dificuldades que se escondem por detrás dessa aparência. Quatro delas merecem destaque.

Em primeiro lugar, faz-se necessário interpretar a abrangência da declaração e garantia, para verificar se o acontecimento em questão está ou não inserido no seu âmbito. Nessa seara, os comentários tecidos há pouco sobre a diferença entre assertivas sintéticas e analíticas podem ser úteis.

Em segundo lugar, no caso do emprego de qualificadoras de conhecimento ou de materialidade, a falsidade da declaração e garantia depende do preenchimento do critério posto pela qualificadora. Se o vendedor “declara e garante que a sociedade não está inadimplente com relação a nenhum contrato relevante” e constata-se que a sociedade estava em descumprimento de uma obrigação contratual naquele momento, isso não significa que a declaração e garantia é falsa. Será necessário ainda averiguar se o contrato em questão era “relevante”. E, como visto anteriormente, na ausência de maiores detalhamentos pelas partes, pode ser penoso constatar se, na situação concreta, a informação em questão preenche os requisitos necessários (lembra-se, principalmente, da imprecisão das palavras “material” e “relevante”, nas qualificadoras de materialidade, e das discussões sobre a exigência de um padrão de diligência por parte do declarante e sobre as pessoas físicas abarcadas, nas de conhecimento).

Em terceiro lugar, rememoram-se as declarações e garantias que são redigidas com foco nos impactos que determinados fatos são capazes de produzir no futuro. Há pouco, mencionou-se o seguinte exemplo: “a fábrica detida pela sociedade possui capacidade para produzir 1000 caminhões no ano que vem”. Nesse caso, se o patamar de produtividade não for atingido, também não significa que a declaração e garantia é falsa. Será preciso investigar qual era a capaci-

---

que há mentira, fingimento, dissimulação ou dolo (...) 3. Fingido, fictício, enganoso (...). 4. Desleal, pérfido, traiçoeiro (...). 5. Sem fundamento; infundado (...). 6. Errado, inexato (...)” (FERREIRA, Aurélio Buarque de Holanda. **Novo dicionário Aurélio da língua portuguesa**. 3. ed. Curitiba: Positivo, 2004. p. 870).

dade da fábrica quando a declaração e garantia foi emitida.

Em quarto lugar, tem-se que, como se verifica dos exemplos trazidos no capítulo 2.2.2 acima, muitas declarações e garantias são afirmações de fatos juridicamente qualificados ou até mesmo do cumprimento da legislação pela sociedade. Na Itália, a eficácia dessas declarações e garantias chegou a ser questionada, com base no fundamento de que não é permitido aos particulares decidirem a qualificação jurídica dos fatos. A questão foi superada – até porque, ao somente exarar uma afirmação de fato, o vendedor sequer tenta decidir a qualificação jurídica do fato em questão –, mas deu origem ao esclarecimento de que a falsidade de uma declaração e garantia dessa natureza ocorre apenas quando um órgão jurisdicional competente qualifica o fato abrangido pela declaração e garantia de modo diverso do vendedor<sup>91</sup>.

### **2.3. Fechamento: ausência de declarações e garantias adicionais**

Por fim, algumas cláusulas são finalizadas com um item no qual se lança a afirmação de que não foi fornecida nenhuma outra declaração e garantia além daquelas expressamente apostas no contrato, como no seguinte exemplo:

**5.5. Nenhuma Outra Declaração ou Garantia.** Exceto as declarações e garantias previstas nesta Cláusula V, nenhuma das Partes presta qualquer outra declaração ou garantia, expressa ou implícita, à outra Parte, em referência a qualquer outra questão.

---

<sup>91</sup> CONFORTINI, Claudia. **Il governo dei rischi nella vendita di partecipazioni**. Milano: Giuffrè, 2020. p. 301-305.

### 3. CONTEXTUALIZAÇÃO: O CONTRATO DE COMPRA E VENDA DE PARTICIPAÇÕES SOCIETÁRIAS DE CONTROLE

O presente capítulo aborda aspectos do contrato de compra e venda de participações societárias de controle, visando a estabelecer premissas necessárias à compreensão do valor preceptivo da cláusula de declarações e garantias nesse regulamento contratual, bem como da sua relevância para outros fins, quando desprovida de valor preceptivo. Mais especificamente, passa-se a tratar: da operação econômica subjacente ao contrato (3.1); do negócio jurídico nele materializado (3.2); e da arquitetura do seu instrumento, com especial atenção às funções nela exercidas pela cláusula de declarações e garantias (3.3).

#### 3.1. Operação econômica

O contrato é “o instrumento por excelência da vida econômica”<sup>92</sup>, ou seja, é arquitetado e celebrado para trazer à luz uma operação econômica. Por consequência, “falar de contrato significa sempre remeter – explícita ou implicitamente, directa ou mediadamente – para a ideia de operação econômica”<sup>93</sup> e “não há inteligência exata das regras jurídicas empresariais, sem a compreensão dos interesses econômicos em causa”<sup>94</sup>. Afinal, a “formalização jurídica nunca é construída (com os seus caracteres específicos e peculiares) como fim em si mesma, mas sim com vista e em função da operação econômica, (...) prescindindo da qual resultaria vazia, abstracta, e, conseqüentemente, incompreensível”<sup>95</sup>.

A regra é confirmada na situação em análise. O entendimento adequado do regulamento estabelecido no contrato compra e venda de participações societárias de controle (e, por consequência, na sua cláusula de declarações e garantias) deve partir do pressuposto de que existe, por detrás dele, uma operação econômica, em geral intrincada e relevante para a produção e a circulação de riquezas: a transferência de controle societário – i.e., do poder de “dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos sociais da companhia”<sup>96</sup> ou da sociedade limitada.

---

<sup>92</sup> GOMES, Orlando. **Transformações gerais do direito das obrigações**. 2. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1980. p. 68.

<sup>93</sup> ROPPO, Enzo. **O contrato**. Tradução: Ana Coimbra e M. Januário C. Gomes. Coimbra: Almedina, 2009. p. 8.

<sup>94</sup> COMPARATO, Fábio Konder. Alienação de controle de companhia aberta. *In*: \_\_\_\_\_. **Direito empresarial: estudos e pareceres**. São Paulo: Saraiva, 1990. p. 75-80. p. 76.

<sup>95</sup> ROPPO, Enzo. *op. cit.* p. 9.

<sup>96</sup> Artigo 116, b, da Lei nº 6404/1976.

Esse núcleo (transferência de controle societário) repete-se em todas as operações econômicas corporificadas em contratos de compra e venda de participações societárias de controle. Qualquer que seja o objetivo particular perseguido no caso concreto pelo vendedor (obtenção de caixa para o financiamento de outra empreitada, especialização das atividades de um grupo empresarial, aposentadoria etc.) e pelo comprador (mera revenda posterior com lucro, integração vertical, entrada em um novo mercado, absorção de um concorrente, obtenção de uma tecnologia ou patente, acesso a um bem móvel ou imóvel específico, absorção de força de trabalho qualificada etc. – as possibilidades são infinitas), sempre será correto dizer que se está diante de uma operação econômica de transferência de controle societário – ainda que também seja possível, por óbvio, descrever cada situação individual com mais detalhes, diante das circunstâncias específicas da negociação.

Salvo raras exceções<sup>97</sup>, as sociedades anônimas e as sociedades limitadas têm uma empresa (ou várias) como objeto social<sup>98-99</sup>. Por consequência, as operações econômicas de transferência do controle sobre essas sociedades – i.e., de alienação do poder de dirigir as suas atividades e, por consequência, de orientar a exploração das empresas que constituem o seu objeto social – são permeadas por uma complexidade inerente. Afinal, o “valor de uma empresa está fortemente ligado ao que se espera dela, sua capacidade de geração de benefícios no presente e no futuro”<sup>100</sup>. E, não obstante os avanços nas técnicas empregadas para tentar melhor captar e delimitar esse valor, a verdade é que a avaliação de empresas sempre será intrinsecamente marcada pela incerteza.

A operação econômica é, portanto, caracterizada pela existência de um *misevaluation risk*<sup>101</sup> – ou risco de erro na avaliação por parte do comprador<sup>102</sup>. Esse risco pode ser decom-

---

<sup>97</sup> Pensa-se, por exemplo, na possibilidade de uma sociedade “vazia”, constituída apenas para a venda posterior das participações societárias de sua emissão para outro agente econômico que não queria despende tempo com trâmites burocráticos.

<sup>98</sup> Prevê o artigo 2º da Lei nº 6404/1976: “Pode ser objeto da companhia qualquer empresa de fim lucrativo, não contrário à lei, à ordem pública e aos bons costumes”.

<sup>99</sup> Na visão predominante na segunda metade do século passado, a empresa era entendida apenas como “o ente que organiza os fatores de produção (trabalho, natureza e capital)”. Hoje, no entanto, vivemos “um *novo período de evolução do direito comercial*, em que se supera a visão estática da empresa para encará-la, também, em sua *dinâmica*”, admitindo-se “que sua atividade somente encontra função econômica, razão de ser, no mercado” (FORGIONI, Paula A. **A evolução do direito comercial brasileiro: da mercancia ao mercado**. 5. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021. p. 49 e 73).

<sup>100</sup> CUNHA, Moisés Ferreira da; MARTINS, Eliseu; ASSAF NETO, Alexandre. Avaliação de empresas no Brasil pelo fluxo de caixa descontado: evidências empíricas sob o ponto de vista dos direcionadores de valor nas ofertas públicas de aquisição de ações. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 49, n. 2, p. 251-266, 2014. p. 252.

<sup>101</sup> A expressão é de John C. Coates IV: “M&A risks addressed by contract fall into three general categories: (...) (2) risks that a buyer will misvalue the target company and its businesses – *misevaluation risk* (...)” (COATES IV, John C. **Allocating risk through contract: evidence from M&A and policy implications**. Cambridge, 2012. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=2133343>. Acesso em: 31 mai. 2019. p. 9).

<sup>102</sup> Conquanto o vendedor também esteja sujeito a um risco de erro na avaliação, pois poderá fazer um “mal negócio” caso subestime o valor das participações societárias transacionadas, é o comprador quem é mais fortemente

posto em duas frentes: “não se tem acesso a todas as informações disponíveis, tampouco um modelo de avaliação perfeito”<sup>103</sup>. Ou seja, o erro de avaliação pode decorrer tanto da adoção de premissas fáticas incorretas, quanto da mera incapacidade de fórmulas matemáticas preverem, com exatidão, o que ocorrerá no futuro. Essa observação da realidade, em tudo elementar, gera consequências sobre o contrato de compra e venda de participações societárias de controle, como se verá adiante<sup>104</sup>.

### 3.2. Negócio jurídico

Pode-se considerar que “todo negócio jurídico” se define “pelo seu objeto e pela sua causa”<sup>105</sup> – ambos conceitos cujos contornos são controvertidos pela doutrina, tanto brasileira quanto internacional. Os capítulos que seguem se prestam a apresentar algumas considerações acerca do contrato de compra e venda de participações societárias de controle sob esses dois prismas.

Antes, no entanto, cumpre esclarecer que o contrato de compra e venda de participações societárias de controle<sup>106</sup>, como qualquer contrato de compra e venda, caracteriza-se pelo fato de “uma das partes se obriga[r] a transferir a propriedade de uma coisa à outra, recebendo, em contraprestação, determinada soma de dinheiro ou valor fiduciário equivalente”<sup>107-108</sup>. Os seus elementos categoriais essenciais, portanto, são a coisa, o preço e o consenso (*res, pretium et*

---

afetado por essa incerteza. Afinal, em termos diretos: enquanto o vendedor pode “deixar de ganhar” um sobrevalor, o comprador está sujeito a, no limite, ver a empresa ir à falência e perder todo o seu investimento.

<sup>103</sup> CUNHA, Moisés Ferreira da; MARTINS, Eliseu; ASSAF NETO, Alexandre. Avaliação de empresas no Brasil pelo fluxo de caixa descontado: evidências empíricas sob o ponto de vista dos direcionadores de valor nas ofertas públicas de aquisição de ações. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 49, n. 2, p. 251-266, 2014. p. 252.

<sup>104</sup> “The key functions of the agreement are to make the transaction happen at favourable terms and to reduce risks and costs and/or allocate them acceptably” (FELDMAN, Reid. Recent trends in European SPAs and comparisons with US practice. **Business Law International**, London, v. 17, n. 3, p. 217-231, 2016. p. 218). “Il faut donc admettre que la cession d’une entreprise (...) comporte une large part d’incertitude en raison de la difficulté extrême à mesurer de manière pertinente la valeur de ce qui est cédé. Cette conception renouvelée n’est évidemment pas sans conséquences sur le régime juridique de la cession (...)” (DANET, Didier. Cession de droits sociaux: information préalable ou garantie des vices?. **Revue Trimestrielle de Droit Commercial et de Droit Économique**, Paris, v. 45, n. 2, p. 315-349, 1992. p. 334).

<sup>105</sup> COMPARATO, Fábio Konder. **O seguro de crédito**: estudo jurídico. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1968. p. 23.

<sup>106</sup> A despeito de alguns autores optarem por denominações diversas (como cessão de controle), não parece haver dúvidas de que o contrato celebrado é de compra e venda (v. COMPARATO, Fábio Konder. A cessão de controle acionário é negócio mercantil?. *In*: \_\_\_\_\_. **Novos ensaios e pareceres de direito empresarial**. Rio de Janeiro: Forense, 1981. p. 245-260. p. 254-255; PEREIRA, Guilherme Döring Cunha. **Alienação de poder de controle acionário**. São Paulo: Saraiva, 1995. p. 74; PONTES, Evandro Fernandes de. **Representations & warranties no direito brasileiro**. São Paulo: Almedina, 2014. p. 17; e BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. **Compra e venda de participações societárias de controle**. São Paulo: Quartier Latin, 2018. p. 19-21).

<sup>107</sup> GOMES, Orlando. **Contratos**. 11. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1986. p. 244.

<sup>108</sup> Nos termos do artigo 481 do Código Civil: “Pelo contrato de compra e venda, um dos contratantes se obriga a transferir o domínio de certa coisa, e o outro, a pagar-lhe certo preço em dinheiro”.

*consensus*)<sup>109</sup>. Para os fins deste trabalho, as noções de preço e de consenso não parecem exigir maiores explicações (ainda que, na prática, o estabelecimento do preço de participações societárias de controle seja questão tormentosa, por consequência do risco de erro na avaliação, mencionado há pouco). O conceito de coisa, por sua vez, será abordado conjuntamente com o do objeto do negócio jurídico, no capítulo 3.2.2 abaixo.

Lendo-se a passagem acima, poder-se-ia questionar se o contrato de compra e venda de participações societárias de controle não é um contrato de compra e venda típico, tal qual previsto no Código Civil. Não obstante seja plenamente adequado aplicar o regime legal da compra e venda a esse pacto (sempre tendo em consideração o eventual afastamento de normas dispositivas pelas partes), reputa-se mais interessante a sua classificação como socialmente típico para colocar em destaque o fato de que existe uma estrutura jurídica específica e uniformemente empregada na compra e venda de participações societárias de controle<sup>110</sup>, com particularidades em relação às avenças de compra e venda em geral<sup>111</sup>. Assim, prefere-se considerar que o contrato de compra e venda de participações societárias de controle é uma espécie socialmente típica dentro do gênero do contrato de compra e venda.

### 3.2.1. Causa

A noção de causa do negócio jurídico produziu debates intensos no passado, podendo

---

<sup>109</sup> AZEVEDO, Antônio Junqueira de. **Negócio jurídico**: existência, validade e eficácia. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2010. p. 35 e 44.

<sup>110</sup> V. capítulos 1.3 acima e 3.3 abaixo.

<sup>111</sup> “Allora, al posto della rigida tipicità legislativa imperniata sopra un numero chiuso di denominazioni subentra un'altra tipicità che adempie pur sempre il compito di limitare e indirizzare l'autonomia privata, ma, a paragone di quella, è assai più elastica nella configurazione dei tipi, e, in quanti si opera mediante rinvio alle valutazioni economiche o etiche della coscienza sociale, si potrebbe chiamare *tipicità sociale*” (BETTI, Emilio. Causa del negozio giuridico. In: AZARA, Antonio; EULA, Ernesto. **Novissimo digesto italiano**. Torino: UTET, 1959. v. 3, p. 32-40. p. 39). “A doutrina aponta três requisitos para que um contrato possa ser considerado socialmente típico. São ‘elementos justificativos da relevância social’ que comprovam ser, aquele negócio específico, economicamente importante para determinado grupo de agentes: [i] reconhecimento de sua função econômico-social; [ii] difusão e relevo da prática na sociedade e [iii] recepção do negócio pela ordem jurídica” (FORGIONI, Paula A. **Contratos empresariais**: teoria geral e aplicação. 7. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2022. p. 51). Essas exigências parecem poder ser tranquilamente preenchidas pelo contrato de compra e venda de participações societárias de controle, que (i) possui a função econômico-social de transferência do controle societário (v. capítulo 3.1 acima); (ii) encontra-se amplamente difundido na prática e possui inegável relevância (v. capítulo 1.3 acima); e (iii) é recepcionado pela ordem jurídica brasileira (a despeito de a doutrina e a academia estarem no curso do enfrentamento de discussões sobre a melhor interpretação/aplicação de cada um dos mecanismos usualmente empregados no contrato de compra e venda de participações sociais de controle, como se anunciou na introdução deste trabalho, não se tem notícias de alegações de incompatibilidade do pacto com o ordenamento nacional). Afirmando que o contrato de compra e venda de participações societárias de controle é socialmente típico: CUNHA, Juliana Bonazza Teixeira da. **A qualificadora “no melhor conhecimento” em contratos de compra e venda de participação societária**. 2016. Dissertação (Mestrado em Direito) – Escola de Direito de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2016. p. 27; e GOMES, José Ferreira. **M&A**: aquisição de empresas e de participações sociais. Lisboa: AAFDL, 2022. p. 231-232.

hoje considerar-se superada ao menos a teoria subjetiva, que aproximava a causa dos motivos individuais e internos, propulsores da manifestação de vontade de cada uma das partes. Ultrapassada essa primeira barreira, chegou-se ao relativo consenso de que a causa do negócio jurídico deve ser procurada nos seus elementos concretos— externos, portanto, à situação psíquica dos contratantes. É o que se convencionou denominar de teoria objetiva. Mas, mesmo dentro desse campo mais restrito, restaram polêmicas acerca do conceito de causa<sup>112</sup>.

A despeito da subsistência de controvérsias, mostra-se especialmente útil, para os objetivos deste trabalho, debruçar-se sobre as ideias de Emilio Betti, que defende a distinção de dois perfis da causa, diferentes, mas relacionados entre si. Na sua visão, em termos bastante simplificados, o negócio jurídico possui uma causa abstrata, correspondente à função econômico-social caracterizadora dos negócios jurídicos do tipo ao qual pertence (admitindo o autor, expressamente, a existência de causa abstrata nos negócios jurídicos socialmente típicos), e uma causa concreta, consistente no fim prático e comum perseguido pelas partes com aquele negócio jurídico específico, que transparece na sua estrutura<sup>113</sup>. Depreende-se dessa breve explicação que (i) a causa abstrata diferencia-se da causa concreta por sua generalidade com relação a todos os negócios jurídicos do mesmo tipo (causa abstrata = função econômico-social do tipo x causa concreta = fim comum às partes); enquanto (ii) a causa concreta aparta-se dos meros motivos individuais por relacionar-se à finalidade (e não à motivação), por ser comum a ambos os contratantes, por revelar-se por meio do próprio negócio jurídico e por ter relevância independentemente de uma manifestação expressa das partes nesse sentido. Afinal, como se sabe, os motivos são apenas “as razões que levam o declarante a proferir a sua declaração”; “não fazem parte do suporte fático do negócio jurídico; precedem, mas não são, a declaração negocial”. Por consequência, são irrelevantes “na validade e na eficácia dos negócios jurídicos”<sup>114</sup>, salvo se expressamente pactuado pelas partes em sentido contrário<sup>115</sup> (causa concreta = o que as partes

---

<sup>112</sup> Cf. AZEVEDO, Antônio Junqueira de. **Negócio jurídico e declaração negocial**: noções gerais e formação da declaração negocial. 1986. Tese (concurso para Professor Titular de Direito Civil) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 1986. p. 127; e ROPPO, Vincenzo. **Il contratto**. Milano: Giuffrè, 2001. p. 362-363.

<sup>113</sup> BETTI, Emilio. Causa del negozio giuridico. In: AZARA, Antonio; EULA, Ernesto. **Novissimo digesto italiano**. Torino: UTET, 1959. v. 3, p. 32-40. Também sobre o ponto, v.: AZEVEDO, Antônio Junqueira de. op. cit. p. 127-129.

<sup>114</sup> AZEVEDO, Antônio Junqueira de. op. cit. p. 210 e 213. No mesmo sentido: “A mesma vontade, no que se manifesta, pode ter tido diferentes motivos, e terem sido e serem quaisquer deles irrelevantes para o negócio jurídico. Pode ter tido, também, um só motivo, irrelevante, como qualquer outro. (...) O *princípio geral da irrelevância dos motivos* domina todo o direito. Toda vontade é resultado de algo que se passa dentro do homem; mas os sistemas jurídicos abstêm-se de descer ao determinismo interno. (...) Quanto aos negócios jurídicos, a regra é não serem relevantes os motivos” (PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. **Tratado de direito privado**. Rio de Janeiro: Borsoi, 1954. t. 3. p. 70-71).

<sup>115</sup> Nessa linha vai o artigo 140 do Código Civil: “O falso motivo só vicia a declaração de vontade quando expresso como razão determinante”.

querem x motivos = porque cada parte quer).

Fixados esses conceitos – cuja correta delimitação contribui para uma melhor “*compreensão, sistematização e interpretação*” das avenças empresariais<sup>116</sup> – e retornando-se ao contrato de compra e venda de participações societárias de controle, tem-se, em linha com o exposto no capítulo 3.1 acima, que a sua causa abstrata (função econômico-social do tipo) é a transferência de controle societário, i.e., do poder de dirigir as atividades sociais e de orientar o funcionamento dos órgãos sociais<sup>117</sup>.

Indo adiante, a causa concreta (fim particular comumente contemplado pelas partes e refletido na estrutura contratual) varia consoante a operação entabulada. Nesse ponto, muitas vezes transparece do contrato que a sua causa concreta é a transferência do poder de conduzir a exploração da empresa que constitui o objeto social da sociedade, permitindo-se ao comprador dar continuidade às suas atividades (um indício nesse sentido poderia ser a previsão de que, antes da concretização da compra e venda, o vendedor tem a obrigação de apresentar todos os seus principais fornecedores ao comprador)<sup>118</sup>. Raro, mas não impossível, é que a causa concreta seja somente a transferência do controle sobre o patrimônio social, para que seja absorvido por outra organização controlada pelo comprador (poderia sinalizar nessa direção um contrato contendo obrigações do vendedor relacionadas a esse patrimônio e com o preço calculado com base apenas no valor patrimonial da sociedade). A depender da estrutura empregada pelas partes, a causa concreta pode ir bem além e incluir, por exemplo, a transferência do controle sobre uma fábrica com certa capacidade de produção e capital humano (se, por exemplo, o contrato dedicar-lhe especial atenção, condicionando a transferência das participações societárias à realização, pelo vendedor, de manutenções preventivas capazes de manter a eficiência esperada pelo comprador, bem como de acordos para reter todos os principais funcionários ali atuantes).

---

<sup>116</sup> FORGIONI, Paula A. **Contratos empresariais: teoria geral e aplicação**. 7. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2022. p. 233.

<sup>117</sup> “L’enjeu de la cession de contrôle, de la cession de blocs de contrôle (...), c’est le pouvoir. (...) La véritable réalité du pouvoir, c’est le pouvoir sur l’entreprise sociale, ou sur les actifs s’il n’y a pas d’entreprise. (...) Voilà la réalité socio-économique de la cession de contrôle” (PAILLUSSEAU, Jean. La cession de contrôle et la situation financière de la société cédée (de la nature juridique du contrôle et de la cession de contrôle). **La Semaine Juridique – Édition Générale**, Paris, n. 16/1992, étude 3578, 1992. Disponível em: <https://lexis360.fr>. Acesso em: 15 dez. 2020. p. 14).

<sup>118</sup> Em muitos casos, portanto, será verdadeira a afirmação de José Engrácia Antunes (a despeito de não ser tecnicamente correta a correspondência, do ponto de vista da causa concreta, entre o poder de dirigir a empresa e a empresa enquanto objeto, como se verá em breve): “De facto, constitui um dado da experiência que a alienação de um lote totalitário ou maioritário de ações ou quotas de empresas organizadas societariamente, conquanto formalmente consistindo numa mera transmissão de frações do capital social nominal, visa materialmente atribuir ao adquirente as rédeas de uma ou mais empresas enquanto organizações de meios produtivos, através da posição de domínio que lhe confere no seio dos órgãos responsáveis pelo governo social: é a empresa, e não os títulos abstractamente considerados, que configura a verdadeira e última causa negocial dos contratos de aquisição de participações de controlo” (ANTUNES, José Engrácia. A empresa como objecto de negócios: “asset deals” versus “share deals”. **Revista da Ordem dos Advogados**, Lisboa, ano 68, v. 2/3, p. 715-793, 2008. p. 728).

O que é importante vincar – e daí a insistência nas expressões “transferência de controle” ou “de poder” – é que a causa concreta é sempre uma finalidade comum, e não uma coisa. Não é tecnicamente correto afirmar, por exemplo, que a causa concreta de um contrato é uma empresa. Pode ser a transferência do poder de conduzir a exploração dessa empresa (no caso do contrato de compra e venda de participações societárias de controle) ou a alienação da sua propriedade (no caso de trespasse de estabelecimento, por exemplo), mas não a empresa em si. Como se verá adiante, cumpre destacar esse ponto para que não se confunda a causa concreta do contrato com o seu objeto.

Finalmente, os motivos de cada um dos contratantes são os mais diversos (algumas possibilidades foram mencionadas no capítulo 3.1 acima). No que tange ao comprador, geralmente incluirão a sua avaliação da empresa e da sociedade<sup>119</sup>. Lembrando os termos singelos empregados acima para explicitar a diferença entre causa concreta e motivos, pode-se afirmar que, em muitos contratos de compra e venda de participações societárias de controle: (i) o que as partes querem é transferir o poder de orientar a exploração da empresa; enquanto (ii) porque o comprador quer tem a ver com a sua avaliação da empresa e da sociedade.

Ainda sobre os motivos, vale ponderar que, na maior parte das vezes, a não ser que pretendam obter alguma proteção contratual bastante específica, as partes tenderão a não os compartilhar uma com a outra. Afinal, não é natural que um agente econômico abra as suas estratégias se não puder retirar, daí, algum benefício. Esse dado da realidade contribuí para a compreensão da diferença entre causa concreta e motivos. Pense-se em alguém que pretende adquirir participações societárias de controle de uma sociedade porque possui estudos indicando que a demanda do seu único produto crescerá exponencialmente nos próximos anos. Por óbvio, não será do seu interesse informar o vendedor desse fato, gerando o risco de frustração das negociações ou de majoração do preço. Por outro lado, poderá ser-lhe vantajoso trazer a fábrica em questão para o centro das negociações, garantindo proteções contratuais como aquelas indicadas há pouco. Nessa hipótese, depreender-se-á do contrato de compra e venda de participações societárias de controle que a sua causa concreta abrange a transferência do controle

---

<sup>119</sup> “Or, la viabilité de l’entreprise dont les titres sont cédés peut s’analyser comme l’un des motifs qui ont incité le cessionnaire à prendre une participation dans une société” (CAFFIN-MOI, Marie. **Cession de droits sociaux et droit des contrats**. Paris: Economica, 2009. p. 55). “Em termos dogmáticos, a substância econômica do negócio não passa do campo dos motivos que levam a parte a celebrar o contrato, os quais são, em regra, irrelevantes para o negócio” (GREZZANA, Giacomo. **A cláusula de declarações e garantias em alienação de participação societária**. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 103). “Si è visto come nell’ambito di un’operazione di trasferimento di partecipazioni azionarie le considerazioni e le valutazioni dell’acquirente sulla situazione complessiva della società (finanziaria, patrimoniale e reddituale), pur rappresentando generalmente il reale fondamento dell’operazione, devono essere considerate come semplici motivi (...)” (TINA, Andrea. **Il contratto di acquisizione di partecipazioni societarie**. Milano: Giuffrè, 2007. p. 264).

sobre a fábrica com aqueles funcionários e capacidade de produção, mas os motivos individuais do comprador permanecerão desconhecidos pelo vendedor e de tudo irrelevantes para a validade e a eficácia do negócio jurídico.

### 3.2.2. Objeto

O Código Civil estabelece que a “validade do negócio jurídico requer: (...) II – objeto lícito, possível, determinado ou determinável” (artigo 104), bem como que a “compra e venda, quando pura, considerar-se-á obrigatória e perfeita, desde que as partes acordarem no objeto e no preço” (artigo 482).

Da leitura dessas disposições, parece necessário divisar dois sentidos distintos para o termo objeto do negócio jurídico (ou, no presente caso, do contrato). Seguindo a denominação proposta por Vincenzo Roppo, vislumbra-se (i) um conceito genérico de objeto, correspondente a um bem; e (ii) outro conceito específico de objeto, consistente nas prestações<sup>120</sup>. Afirma-se que essa separação aparenta ser mandatória porque nenhuma das duas acepções da palavra confere sentido a ambos os artigos do Código Civil transcritos acima. Por um lado, há diversos negócios jurídicos que não versam sobre bens (pense-se, por exemplo, em um contrato de prestação de serviços), de modo que não haveria razão para prever-se que a “validade do negócio jurídico requer” bem “lícito, possível, determinado ou determinável”. Por outro lado, na compra e venda, a entrega da coisa e o pagamento do preço constituem as prestações, de forma que também não haveria sentido na frase “a “compra e venda, quando pura, considerar-se-á obrigatória e perfeita, desde que as partes acordarem” nas prestações “e no preço”.

Essa dúplici acepção do termo objeto aparenta adequar-se às lições da doutrina brasileira, ainda que não se tenha conhecimento do emprego da nomenclatura “objeto genérico” e “objeto específico”. Assim, Orlando Gomes ensina que a coisa e o preço “constituem o objeto do contrato” de compra e venda (objeto específico = prestações), assim como que esse contrato “está perfeito e acabado quando se verifica, quanto à *coisa* e ao *preço*, o consentimento” (utilizando a palavra coisa no lugar do objeto genérico referido pelo artigo 482 do Código Civil)<sup>121</sup>. Na mesma toada, Caio Mário da Silva Pereira leciona que a impossibilidade do objeto será absoluta “quando a prestação for irrealizável por qualquer pessoa”<sup>122</sup>, mas também que o “pri-

---

<sup>120</sup> ROPPO, Vincenzo. **Il contratto**. Milano: Giuffrè, 2001. p. 335-338.

<sup>121</sup> GOMES, Orlando. **Contratos**. 11. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1986. p. 251. O mesmo autor afirma, em outra obra: “Objeto dos direitos são os bens e as prestações” (GOMES, Orlando. **Introdução ao direito civil**. 7. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1983. p. 174)

<sup>122</sup> PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de direito civil**. 21. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2005. v. 1. p. 487.

meiro elemento da compra e venda é o seu objeto – *rex* ou *merx*. Qualquer coisa”<sup>123</sup>. Miguel Maria de Serpa Lopes abraça a polissemia da palavra objeto, mas propugna ainda uma cisão adicional. A seu ver, “o objeto do contrato é constituir uma obrigação; esta, por sua vez, tem por objeto uma prestação”, enquanto as “coisas” podem ser “objeto da prestação”<sup>124</sup>.

A exceção fica por conta de Antônio Junqueira de Azevedo, para quem, por “objeto do negócio jurídico deve-se entender todo o seu conteúdo”, que, no caso de um contrato, inclui as suas “diversas cláusulas”<sup>125</sup>. Inobstante a diferença conceitual, a proposição não parece levar a resultados muito diversos, por ser difícil imaginar uma parcela do conteúdo do negócio jurídico (ou cláusula do contrato) que possa ser ilícita sem estabelecer uma prestação.

Conquanto tenha-se entendido fundamental traçar essa distinção entre os possíveis significados do termo objeto, visando a evitar equívocos conceituais, a verdade é que ambos se confundem quando se discute o objeto do contrato de compra e venda de participações societárias de controle. Afinal, as suas prestações essenciais (objeto específico) são o pagamento do preço e a transferência do domínio sobre uma coisa, enquanto o seu bem (objeto genérico) é a coisa em si. E é em torno da circunscrição dessa coisa que giram os problemas que devem ser enfrentados neste capítulo.

Não há quem negue que, por intermédio do contrato ora analisado, o vendedor aliena para o comprador um bloco de participações societárias (*in casu*, um bloco capaz de assegurar o controle da sociedade emissora)<sup>126</sup>. A participação societária, por sua vez, “é o conjunto dos direitos e obrigações de uma posição jurídica de sócio”, consistindo também em “objeto de direito, classificado na categoria dos bens móveis incorpóreos”. “Na sociedade empresária a participação societária compreende, ao menos, os direitos de participar nos lucros sociais e no acervo líquido, em caso de liquidação, e de fiscalizar a administração”, bem como, no que mais interessa à hipótese em tela, o direito “de voto nas deliberações sociais”<sup>127</sup>. A despeito de essas

---

<sup>123</sup> PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de direito civil**. 17. ed. Rio de Janeiro: Editora, 2013. v. 3. p. 154.

<sup>124</sup> LOPES, Miguel Maria de Serpa. **Curso de direito civil**. 4. ed. Rio de Janeiro: Livraria Freitas Bastos, 1963. v. 3. p. 58-60. Em outra passagem nas mesmas páginas, no entanto, o autor parece dispensar a repartição, afirmando que um “contrato não pode ter por objeto prestação proibida por lei”.

<sup>125</sup> AZEVEDO, Antônio Junqueira de. **Negócio jurídico: existência, validade e eficácia**. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2010. p. 32 e 134.

<sup>126</sup> Tipicamente, encontra-se texto bastante singelo na cláusula do contrato reservada à descrição do objeto do negócio, na seguinte linha: “2.1. **Compra e Venda das Ações**. Observados os termos e condições aqui contidos, no Fechamento, a Vendedora venderá e transferirá à Compradora, e esta comprará e adquirirá da Vendedora, as Ações, livres e desembaraçadas de todos e quaisquer Ônus”.

<sup>127</sup> PEDREIRA, José Luiz Bulhões; LAMY FILHO, Alfredo. Ação como participação societária. *In*: \_\_\_\_\_; \_\_\_\_\_ (coord.). **Direito das companhias**. Rio de Janeiro, Forense, 2009. v. 1, p. 215-274. p. 215-216. Sobre o mesmo ponto: “Le droit de l’associé tire en effet sa spécificité de son caractère composite. Il est constitué de droits financiers (...) et de droits politiques” (CAFFIN-MOI, Marie. **Cession de droits sociaux et droit des contrats**. Paris: Economica, 2009. p. 279).

afirmações serem indisputadas, ainda há, basicamente, duas posições opostas no que tange ao objeto do contrato de compra e venda de participações societárias de controle.

De um lado, parte da doutrina vislumbra a existência de um objeto formal do contrato (as participações societárias) atrás do qual se esconderia o objeto real. No Brasil, essa corrente é representada primeiramente por Fábio Konder Comparato, para quem a “cessão de 51% das ações votantes de uma companhia difere da cessão de 49% dessas ações, não apenas por razões de ordem quantitativa, mas sobretudo pela diversidade qualitativa do objeto” – que, no caso da alienação da “maioria das ações votantes”, incluiria não só “o poder de decidir e comandar a sociedade”, mas também a transferência do “poder de fruição e disposição dos bens da empresa”, ou, em outras palavras, da “posse, [do] uso ou [da] disposição dos bens da empresa, (...) embora o domínio, propriamente dito, pertença à sociedade”<sup>128</sup>. Guilherme Döring Cunha Pereira chega à mesma conclusão, mas por caminho diverso: o autor parte de uma concepção de objeto “ligada à noção de fim, de causa final”, para concluir que “tanto dá afirmar que o objeto do contrato de alienação do controle seja o poder de controle ou a própria empresa”, “enquanto (...) ‘um conjunto de bens, de capitais e de serviços organizados em vista da produção de outros bens ou serviços’”<sup>129</sup>.

Por reconhecerem expressamente que o controlador não é proprietário da empresa nem do patrimônio social<sup>130</sup>, os partidários dessa teoria acabam obrigados a incorrer em contradição

---

<sup>128</sup> COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O poder de controle na sociedade anônima**. 6. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014. p. 231 e 255.

<sup>129</sup> PEREIRA, Guilherme Döring Cunha. **Alienação de poder de controle acionário**. São Paulo: Saraiva, 1995. p. 51-53. Ainda no Brasil, também parecem adotar essa posição, embora não se aprofundem especificamente no tema: LUIZE, Marcelo Shima. Cláusulas de indenização e resolução contratual em operações de fusão e aquisição: necessidade ou mera reprodução do modelo anglo-saxão?. In: KLEINDIENST, Ana Cristina (coord.). **Estudos aplicados de direito empresarial: societário**. São Paulo: Almedina, 2016. p. 143-190. p. 155 (considerando que as participações societárias “funcionam como mero instrumento ou veículo” e reputando “fundamental” “a caracterização do objeto (...) como complexo e abrangente de toda atividade empresarial da sociedade-alvo”); 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. **Revista Brasileira de Direito Civil**, Belo Horizonte, v. 24, n. 2, p. 241-260, 2020. p. 242 (partindo da premissa de “que o adquirente passa a poder dispor dos bens da empresa”); TEPEDINO, Gustavo. **Novos princípios contratuais e teoria da confiança: a exegese da cláusula to the best knowledge of the sellers** (opinião doutrinária). Rio de Janeiro, 2012. Disponível em: <http://www.tepedino.adv.br/wp/wp-content/uploads/2012/09/biblioteca13.pdf>. Acesso em: 1º jul. 2017 (referindo-se diversas vezes à empresa como objeto da compra e venda); e WALD, Arnoldo. Dolo acidental do vendedor e violação das garantias prestadas. **Revista dos Tribunais**, São Paulo, v. 949, p. 95-103, 2014. p. 97 (afirmando que a empresa é “adquirida (...), por meio da aquisição de suas partes sociais”).

<sup>130</sup> “Haveria um desvio de perspectiva se, partindo da tese de que o objeto do negócio é a própria empresa, se pretendesse afirmar que o controlador é o proprietário dela. A análise do negócio realizada pela autora suíça [Anne Petitpierre-Sauvain] pode dar a impressão de que esboça essa compreensão equivocada do fenômeno. A rigor, o que faz é centrar seus esforços em deixar patente que a venda de um número de ações apto a transferir o poder de uma sociedade não pode ser analisada formalmente como apenas uma venda de títulos e que importa reconhecer que o verdadeiro objeto de transferência é a própria empresa, com o que se facilita a defesa quer do adquirente quer do alienante quanto aos princípios gerais da compra e venda” (PEREIRA, Guilherme Döring Cunha. **Alienação de poder de controle acionário**. São Paulo: Saraiva, 1995. p. 54). “A propriedade acionária não tem por

ao sustentar que lhe seria dado celebrar negócio jurídico tendo como objeto “a própria empresa” ou a transferência da “posse, [do] uso ou [da] disposição dos bens da empresa”<sup>131</sup>. Percebe-se que, ao fim e ao cabo, vão além de derivar o objeto do negócio jurídico da sua causa abstrata (transferência do controle societário) ou mesmo da sua causa concreta (da qual a transferência do poder de orientar a exploração da empresa geralmente faz parte), mas desconsideram por completo a personalidade jurídica, ao defender que o objeto do contrato seria a empresa e/ou o patrimônio social<sup>132</sup>. Ao que tudo indica, o raciocínio partiria de um anseio de respeitar a realidade econômica da operação<sup>133</sup>.

---

objeto os bens de produção, utilizados na empresa, mas títulos representativos de direitos na companhia. A separação de patrimônios, conseqüente à constituição da sociedade, com ou sem personalidade jurídica, suprime o direito dos sócios de considerarem, individualmente, os bens sociais como se fossem seus, e deles dispõem, sob pena de apropriação indébita” (COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O poder de controle na sociedade anônima**. 6. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014. p. 474).

<sup>131</sup> Até porque, nos termos do artigo 1128 do Código Civil, “a faculdade de usar, gozar e dispor” é a principal atribuição da propriedade.

<sup>132</sup> Nas precisas palavras de Marie Caffin-Moi: “Ces thèses doivent toutefois être combattues en raison de l’amalgame qu’elles opèrent entre la cession de contrôle, la cession d’entreprise et la cession des actifs sociaux. Même si l’on adhère à la thèse de la spécificité de la cession de contrôle, (...) on ne saurait admettre pour ce seul motif la transparence de l’écran de la personnalité morale. Dire que le contrôle est l’objet de la cession devrait en effet conduire, même en cas de déception du cessionnaire sur la valeur des titres ou la consistance des actifs, à rejeter son action en cas de déception relative aux actifs sociaux. En effet, le cessionnaire ne peut remettre la cession en cause puisque le contrôle lui a bel et bien été cédé, quelle que soit la déception par ailleurs” (CAFFIN-MOI, Marie. **Cession de droits sociaux et droit des contrats**. Paris: Economica, 2009. p. 312-313).

<sup>133</sup> Nesse sentido, em Portugal, José Engrácia Antunes fundamenta o posicionamento na afirmação de que “constitui um dado da experiência que a alienação de um lote totalitário ou maioritário de ações ou quotas de empresas organizadas societariamente, conquanto formalmente constituindo numa mera transmissão de fracções do capital social nominal, visa materialmente atribuir ao adquirente as rédeas de uma ou mais empresas enquanto organizações de meios produtivos” (ANTUNES, José Engrácia. A empresa como objecto de negócios: “asset deals” versus “share deals”. **Revista da Ordem dos Advogados**, Lisboa, ano 68, v. 2/3, p. 715-793, 2008. p. 728). Bernardo Maria Figueiredo Rocha Ferreira, por sua vez, argumenta que “este tipo de negócios são mais do que um mero investimento financeiro, e visam materialmente a aquisição da empresa que integra o património da sociedade, não devendo o Direito ficar indiferente a essa realidade” (FERREIRA, Bernardo Maria Figueiredo Rocha. **Garantia do vendedor na compra e venda de empresas**. 2016. Dissertação (Mestrado em Direito Empresarial) – Faculdade de Direito, Escola de Lisboa, Universidade Católica Portuguesa, Lisboa, 2016. p. 18). De uma forma ou de outra, a maioria da doutrina e da jurisprudência lusitanas concorda com essa linha de raciocínio, segundo a qual “indiretamente incidem sobre a empresa-objeto” “os negócios que envolvam a transmissão de uma posição de domínio sobre a sociedade-visada e, com isso, a transmissão do controlo sobre a empresa subjacente” (GOMES, José Ferreira. **M&A: aquisição de empresas e de participações sociais**. Lisboa: AAFDL, 2022. p. 50). Assim: FONSECA, Patrícia Afonso. A negociação de participações de controlo: a jurisprudência. In: VASCONCELOS, Pedro Pais de; ABREU, Jorge Manuel Coutinho de; DUARTE, Rui Pinto (org.). **I Congresso Direito das Sociedades em Revista**. Coimbra: Almedina, 2011. p. 27-40. p. 33-34 (relatando julgados em que as cortes portuguesas equipararam “a venda de participações à venda de empresa”); GALVÃO, Clemente. Declarações e garantias em compra e venda de empresas: algumas questões. **Actualidad Jurídica Uría Menéndez**, Madrid, n. 12, p. 103-107, 2005. p. 105 (para quem, quando, “através da venda das participações sociais, se transmite o controlo sobre a empresa”, “pode-se perfeitamente sustentar que o objecto do negócio não é formado apenas pelas participações sociais, mas também pela empresa detida pela sociedade (sendo essa empresa o objecto último ou mediato do negócio)”, conforme “linha de raciocínio” que foi “defendida ou admitida em maior ou menor grau por diversos autores portugueses”); MONTEIRO, António Pinto; PINTO, Paulo Mota. Compra e venda de empresa: a venda de participações sociais como venda de empresa (“share deal”). **Revista de Legislação e de Jurisprudência**, Coimbra, n. 3947, p. 76-102, 2007. p. 82-83 (reportando “acordo na jurisprudência e doutrina quanto à afirmação de que a alienação de direitos de participação pode constituir, e muitas vezes constitui, tanto económica quanto juridicamente, *simplex forma de transmissão da empresa*, devendo o tratamento jurídico de ambos os negócios ser parificado pelo menos para certos efeitos”); e RUSSO, Fábio Castro. Das cláusulas de garantia nos contratos de

Como visto anteriormente (v. capítulo 3.2.1), reconhece-se que a causa concreta do contrato de compra e venda de participações societárias de controle inclui, na maioria das vezes, a transmissão do poder de orientar a exploração da empresa. Aliás, negar a relevância econômica da exploração da empresa para grande parte das operações de transferência de controle societário seria, para dizer o mínimo, fechar os olhos para a realidade. No entanto, esse fato não se mostra suficiente para explicar – nem muito menos para justificar juridicamente – a ideia de desconsideração da personalidade jurídica para transformar em objeto do contrato algo que não o é – e nem nunca poderia ser<sup>134</sup>.

---

compra e venda de participações sociais de controlo. **Direito das Sociedades em Revista**, Coimbra, ano 2, v. 4, p. 115-136, 2010. p. 119 (confirmando que “a doutrina mais recente tende a admitir a ‘transmissão indirecta’ e consequentemente a possibilidade de equiparação de *share deals* a *asset deals*”, “em certas hipóteses”). Existem, contudo, divergências sobre o percentual do capital social que precisaria ser alienado para possibilitar a inferência de que a empresa é objeto do contrato. António Pinto Monteiro e Paulo Mota Pinto referem-se à “alienação de todas (ou de quase todas) as participações sociais, acompanhada da transmissão do controlo da empresa”, mas posteriormente afirmam que o “critério decisivo é (...) o da *qualificação* do contrato, tendo como base os elementos obtidos pela sua *interpretação*” (MONTEIRO, António Pinto; PINTO, Paulo Mota. Compra e venda de empresa: a venda de participações sociais como venda de empresa (“*share deal*”). **Revista de Legislação e de Jurisprudência**, Coimbra, n. 3947, p. 76-102, 2007. p. 76 e 87). José Ferreira Gomes reputa relevante “uma participação maioritária que habilite o comprador (i) a designar os membros do órgão de administração (e demais órgãos sociais) e, com isso, obter o controlo indirecto (*de facto*) e (ii) a impedir deliberações sociais com instruções dos sócios ao órgão de administração com as quais não concorde”, mas admite que, “em casos excepcionais, pode bastar uma participação grande, mas não maioritária, se houver um histórico de absentismo dos pequenos sócios”, bem como que pode ser significativa “qualquer outra situação que habilite o comprador a ‘dispor’ de mais de metade dos direitos de voto”, chamando ainda atenção para “a forma de determinação do preço” (GOMES, José Ferreira. **M&A: aquisição de empresas e de participações sociais**. Lisboa: AAFDL, 2022. p. 53-56). Catarina Monteiro Pires traça, como “condição mínima”, “a transmissão que (...) permita a alienação da maioria do capital social necessário para alterar os estatutos”, mas entende que, se “a percentagem do capital alienado” não “é suficiente para afirmar a transmissão da empresa – o caso de venda da totalidade do capital social ou da venda da quase totalidade, com resto insignificante (...) – (...) a conclusão de que a participação de controlo tem em vista a transmissão da empresa terá de ser extraída do texto e do contexto do contrato” (PIRES, Catarina Monteiro. **Aquisição de empresas e de participações acionistas: problemas e litígios**. Coimbra: Almedina, 2019. p. 91). José Engrácia Antunes sustenta a “ponderação de três fatores essenciais: a morfologia do poder de controlo societário, a vontade das partes contratantes, e o fundamento das normas legais aplicadas” (ANTUNES, José Engrácia. A empresa como objecto de negócios: “asset deals” versus “share deals”. **Revista da Ordem dos Advogados**, Lisboa, ano 68, v. 2/3, p. 715-793, 2008. p. 729-730). Bernardo Maria Figueiredo Rocha Ferreira consigna “que o critério quantitativo não deve nem pode ser decisivo”, de modo que “o problema deve resolver-se pela via da interpretação da vontade das partes” (FERREIRA, Bernardo Maria Figueiredo Rocha. **Garantia do vendedor na compra e venda de empresas**. 2016. Dissertação (Mestrado em Direito Empresarial) – Faculdade de Direito, Escola de Lisboa, Universidade Católica Portuguesa, Lisboa, 2016. p. 13-14). Patrícia Afonso Fonseca vai além e dispensa o parâmetro quantitativo, por entender que “o critério principal para determinar a equiparação da venda de participações sociais à venda da empresa é, sem dúvida, a vontade negocial das partes” (FONSECA, Patrícia Afonso. A negociação de participações de controlo: a jurisprudência. In: VASCONCELOS, Pedro Pais de; ABREU, Jorge Manuel Coutinho de; DUARTE, Rui Pinto (org.). **I Congresso Direito das Sociedades em Revista**. Coimbra: Almedina, 2011. p. 27-40. p. 34). Na Espanha, a questão ainda não está pacificada, mas a doutrina maioritária aceita que ocorre transferência da empresa quando o contrato de compra e venda de participações societárias abrange a integralidade das quotas ou das ações com direito de voto, conforme RIBES, Miguel Gimeno. **La protección del comprador en la adquisición de empresa: estudio comparado de los ordenamientos español y alemán**. Granada: Comares, 2013. p. 11 (“Parece pacífica em la doctrina la interpretación de que la empresa queda transmitida con la venta de la totalidad, esto es, del 100% de las acciones o participaciones”).

<sup>134</sup> “[L]’invocazione dei motivi economici perseguiti dalle parti con il trapasso di un pacchetto azionario non può essere sufficiente per sostituire, a quanto è stato oggetto della vendita, un altro e diverso oggetto” (ASCARELLI, Tullio. In tema di vendita di pacchetti di azioni. In: \_\_\_\_\_. **Studi in tema di società**. Milano: Giuffrè, 1952. p. 63-67. p. 64).

“The idea behind” “limited liability companies” “is among humanity’s most ingenious inventions”<sup>135</sup>. “Current scholarship has come to regard asset partitioning – the separation between the assets of the corporation and those of its shareholders – as the essential economic role performed by legal personality”<sup>136</sup>.

De fato, a personalidade jurídica, enquanto instrumento atributivo de separação patrimonial, foi e continua a ser elemento fundante da organização econômica e jurídica da nossa sociedade. Daí não transcorre, por óbvio, que se trate de dogma absoluto, que não deva ser perturbado independentemente das circunstâncias. Mas sim que não deve ser simplesmente ignorado na ausência de justificativa – que, normalmente, apresenta-se em dois tipos de situações: (i) naquelas em que, por força de lei e em razão da matéria envolvida, os sócios são reputados responsáveis por atos da sociedade (pensa-se, por exemplo, na responsabilidade por atividades lesivas ao meio ambiente, no âmbito da qual poderá “ser desconsiderada a pessoa jurídica sempre que sua personalidade for obstáculo ao ressarcimento de prejuízos causados à qualidade do meio ambiente” – artigo 4º da Lei nº 9605/1998); e (ii) quando há abuso (conforme artigo 50 do Código Civil)<sup>137</sup>.

E, no caso das relações internas (entre vendedor e comprador) do contrato de compra e venda de participações societárias de controle, simplesmente não se vislumbram quaisquer razões para passar-se por cima da personalidade jurídica da sociedade e considerar que o acionista/quotista controlador celebra contrato cujo objeto seja a empresa e/ou o patrimônio social. Na ausência de norma específica ou de abuso da personalidade jurídica, essa solução não é autorizada pelo nosso ordenamento. Aliás, a própria figura do abuso da personalidade jurídica pressupõe a possibilidade do seu uso lícito, a confirmar que, fora das situações reprimidas pela legislação, nada há a ser alterado/corrigido<sup>138</sup>.

Indo na contramão dessa orientação, a tese de que o objeto do contrato seria o patrimô-

---

<sup>135</sup> HARARI, Yuval Noah. **Sapiens: a brief history of humankind**. New York: HarperCollins Publishers, 2015. p. 29.

<sup>136</sup> PARGENDLER, Mariana. Veil peeking: the corporation as a nexus for regulation. **University of Pennsylvania Law Review**, Philadelphia, v. 169, n. 3, p. 717-781, 2021. p. 719.

<sup>137</sup> Há outras situações em que a personalidade jurídica é desconsiderada, não no que tange à separação patrimonial, mas ao que Mariana Pargendler (op. cit.) denomina separação regulatória (*regulatory partitioning*), que é a partição entre as esferas jurídicas da sociedade e dos sócios. Essa modalidade de desconsideração opera-se, basicamente, quando o Estado, enquanto agente regulador, olha por detrás do véu da personalidade jurídica (a autora utiliza a figura de *veil peeking*, em oposição à clássica ideia de *veil piercing*) para imputar direitos e deveres dos sócios à sociedade, sem com isso afetar a separação patrimonial.

<sup>138</sup> “Ma se questo è, se per pervenire a sanzionare gli abusi occorre perforare lo schermo e riferire a coloro che si nascondono dietro la persona giuridica situazioni e comportamenti di questa, e se per far ciò devono essere disapplicate le regole onde è d’ordinario costituito lo statuto interno della stessa, allora è giocoforza desumere che quelle regole, nel loro comune funzionamento, erigono appunto lo schermo, impediscono che quanto imputato alla persona giuridica possa essere riferito *tout court* ai suoi membri o ai suoi organi” (D’ALESSANDRO, Carlo. Vendita di partecipazioni sociali e promessa di qualità. **Giustizia Civile**, Milano, v. 55, n. 1, p. 1071-1078, 2005. p. 1076).

nio social e/ou a empresa menospreza por completo a decisão (lícita) das partes de celebrarem um contrato de compra e venda de participações societárias – e não de bens sociais<sup>139</sup>. Olhando-se as coisas sob esse ponto de vista, percebe-se que, para defender essa concepção de objeto do contrato, torna-se necessário realizar um salto e transmutar aquela causa concreta mencionada anteriormente, de transferência do controle sobre a exploração da empresa, em transferência da empresa e/ou dos bens do patrimônio social em si, o que sequer corresponde à intenção das partes, se o que optam por fazer é celebrar um contrato de compra e venda de participações societárias, quando podem seguir a via da compra e venda de ativos ou do trespasse de estabelecimento<sup>140</sup>. O salto revela-se ainda mais grave quando se considera que essa opção é realizada em razão dos efeitos jurídicos que as operações envolvendo diretamente o patrimônio social têm nas relações externas ao contrato. Em outras palavras, as partes escolhem, conscientemente, aproveitarem-se da personalidade jurídica para fins das relações externas do contrato, o que faz com que seja particularmente injustificável que a personalidade jurídica seja desconsiderada para fins da relação interna<sup>141</sup>.

Nesse ponto, não convence a afirmação de que essa teoria não colocaria “em causa o princípio de separação (...) entre a esfera da sociedade e a esfera dos seus sócios”, mas apenas “a interpretação do contrato para determinação da prestação devida pelo transmitente perante o

---

<sup>139</sup> A confirmar essa afirmação, nota-se que Fábio Konder Comparato (COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O poder de controle na sociedade anônima**. 6. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014. p. 255) e Guilherme Döring Cunha Pereira (PEREIRA, Guilherme Döring Cunha. **Alienação de poder de controle acionário**. São Paulo: Saraiva, 1995. p. 102) acabam, ao seguir nos seus raciocínios, por entenderem que haveria, no contrato de compra e venda de participações societárias de controle, obrigação implícita de não concorrência por parte do vendedor. Essa obrigação é hoje prevista expressamente para a hipótese de trespasse de estabelecimento comercial, no artigo 1147 do Código Civil, que a jurisprudência, corretamente, reputa inaplicável aos contratos de compra e venda de participações societárias de controle (v., por exemplo: BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial. Apelação Cível nº 1000817-63.2019.8.26.0428, São Paulo, SP, 17 de janeiro de 2022; BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial. Apelação Cível nº 1020679-97.2019.8.26.0564, São Paulo, SP, 23 de fevereiro de 2021; BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial. Apelação Cível nº 1000482-11.2017.8.26.0009, São Paulo, SP, 19 de junho de 2020; BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial. Apelação Cível nº 1001582-72.2014.8.26.0666, São Paulo, SP, 24 de junho de 2019; BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial. Agravo de Instrumento nº 2139605-68.2016.8.26.0000, São Paulo, SP, 19 de outubro de 2016; e BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. 1ª Câmara de Direito Privado. Apelação nº 994.05.043439-8, São Paulo, SP, 2 de fevereiro de 2010).

<sup>140</sup> “Per esprimere il concetto, possiamo dire che il compratore ‘mira’ al patrimonio sociale, ed il mezzo attraverso il quale ‘raggiunge il suo scopo’, è l’acquisto della partecipazione sociale. Proprio per questo se diche che ‘oggetto mediato’ del contratto di acquisizione è il patrimonio sociale. Sul punto, è bene fare una precisazione. L’interesse del compratore non è, e non può essere, quello di acquisire la titolarità del patrimonio sociale” (SALATINO, Gregorio. “Patto di garanzia” nel contratto di acquisizione (“*Sale Purchase Agreement*”). **Giurisprudenza Commerciale**, Milano, v. 42, n. 5, p. 891-918, 2015. p. 892).

<sup>141</sup> “On constate en effet que lorsqu’une entreprise est exploitée en société, l’acquisition de parts ou d’actions est un choix délibéré du cessionnaire, qui correspond à une politique, qu’elle soit fiscale ou juridique. Juridiquement, le principal atout de la cession de droits sociaux par rapport à la cession de fonds de commerce est la continuité de la personne morale” (CAFFIN-MOI, Marie. **Cession de droits sociaux et droit des contrats**. Paris: Economica, 2009. p. 334).

transmissário”. Isso não só pela ausência de explicação para essa alegação, mas principalmente pela incongruência de vir acompanhada de uma defesa da manutenção da personalidade jurídica perante terceiros<sup>142</sup>. É necessário fixar se a personalidade jurídica permanece hígida ou não – e, em caso positivo, não se pode dizer que o objeto do contrato é o patrimônio social e/ou a empresa, que são de propriedade da sociedade (e não do sócio controlador).

No fim das contas, mesmo que se cogite da hipótese extrema de as partes ocultarem um verdadeiro pacto de compra e venda de bens da sociedade por detrás do contrato de compra e venda de participações societárias, não se vislumbram grandes chances de sucesso na manutenção das aparências. Parece mais provável que, de duas, uma: (i) se a sociedade não tiver se envolvido na manobra, terá ocorrido venda de coisa alheia, de modo que (i.1) estará subentendida a obrigação do vendedor de adquirir os bens da sociedade antes de entregá-los ao vendedor (apesar de não se entender qual seria o sentido da ocultação dessa operação); ou (i.2) o vendedor entregará os bens da sociedade, restando o comprador sujeito à evicção, hipótese em que não poderá reclamar, por força do artigo 457 do Código Civil<sup>143-144</sup>; enquanto (ii) se a sociedade tiver sido partícipe do embuste, terá havido simulação, que levará à nulidade do negócio jurídico, em conformidade com o *caput* do artigo 167 do Código Civil<sup>145</sup>. Afinal, nesse segundo cenário, estar-se-ia diante da celebração de “um ato, que tem aparência normal, mas que, na verdade, não visa ao efeito que juridicamente deveria produzir”<sup>146</sup>, com a presença de todos os requisitos da simulação, quais sejam “1º) conformidade das partes contratantes; 2º) o propósito de enganar, ou inocuamente ou em prejuízo de terceiro ou da lei; 3º) desconformidade consciente entre a vontade e a declaração”<sup>147-148</sup>. De qualquer forma, não é da análise desse tipo de

---

<sup>142</sup> GOMES, José Ferreira. **M&A: aquisição de empresas e de participações sociais**. Lisboa: AAFDL, 2022. p. 59-63.

<sup>143</sup> “Art. 457. Não pode o adquirente demandar pela evicção, se sabia que a coisa era alheia ou litigiosa”.

<sup>144</sup> V. GOMES, Orlando. **Contratos**. 11. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1986. p. 252; e LOPES, Miguel Maria de Serpa. **Curso de direito civil**. 4. ed. Rio de Janeiro: Livraria Freitas Bastos, 1963. v. 3. p. 191 e 289.

<sup>145</sup> “Art. 167. É nulo o negócio jurídico simulado, mas subsistirá o que se dissimulou, se válido for na substância e na forma”.

<sup>146</sup> PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de direito civil**. 21. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2005. v. 1. p. 535.

<sup>147</sup> LOPES, Miguel Maria de Serpa. **Curso de direito civil**. 9. ed. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 2000. v. 1. p. 457-458.

<sup>148</sup> Nesse caso, não é possível afirmar que haveria negócio indireto, ao invés de simulação. Afinal, a diferença entre os dois institutos está no fato de que, enquanto, na simulação, “o objetivo real da vontade das partes” (na hipótese em exame, uma suposta transferência da empresa e/ou do patrimônio social) “está em contraste com o que decorre da declaração delas” (a transferência apenas das participações societárias), “no negócio indireto, ao contrário, o fim prático visado pelas partes é alcançado justamente por meio do negócio adotado e declarado”; não “há nenhuma combinação para simular; interesse algum em esconder aos terceiros o escopo último que o ato tem em vista”. É por essa razão que se fornece como exemplo de negócio indireto “a prática de transferir, as ações de uma sociedade proprietária de imóveis, para transferir a propriedade desses imóveis”, “indiretamente” – nesse caso, as partes efetivamente desejam que o objeto do contrato celebrado seja as participações societárias (ASCARELLI, Tullio. O negócio indireto. *In*: \_\_\_\_\_. **Problemas das sociedades anônimas e direito comparado**. São Paulo: Saraiva, 1945. p. 99-175. p. 120-121 e 158).

trama que se podem extrair consequências gerais sobre o objeto dos contratos de compra e venda de participações societárias de controle<sup>149</sup>.

Antes de seguir-se adiante, fazem-se necessárias duas ponderações finais.

Primeiro, a tese de Guilherme Döring Cunha Pereira demanda um comentário adicional, por partir da ideia “de fim, de causa final”, como componente do objeto do negócio jurídico. Ao que tudo indica, no entanto, também essa linha não torna a empresa e/ou o patrimônio social objetos do contrato. Como se afirmou algumas vezes, a transferência do poder de orientar a exploração da empresa pode fazer parte da causa concreta do contrato de compra e venda de participações societárias de controle, mas daí não decorre que a empresa e/ou o patrimônio social em si sejam o seu objeto (quer específico, quer genérico). Em outras palavras, como também se pontuou anteriormente, o “fim” comum das partes com a operação não é transferir o domínio sobre a empresa ou sobre os seus bens (porque, novamente, se fosse esse o fim, celebrariam outro negócio jurídico), mas apenas o poder de orientar a sua exploração. Não bastasse, a causa concreta do negócio jurídico não é parte do seu objeto<sup>150</sup>, nem mesmo se aceita a acepção ampla do termo proposta por Antônio Junqueira de Azevedo<sup>151</sup>.

Além disso, mostra-se pertinente afastar a eventual percepção de que o fato de as participações societárias poderem ser descritas como bens de segundo grau de alguma forma levaria o patrimônio social a ser considerado objeto do contrato. Apesar de essa linha de argumentação não ter sido diretamente explorada no âmbito nacional, a difusão da teoria de Tullio Ascarelli no Brasil justifica um breve excursus.

No ensaio no qual apresenta a imagem das ações como bens de segundo grau, Tullio Ascarelli trata das diferenças e das semelhanças entre as garantias reais constituídas sobre títulos de crédito e aquelas constituídas sobre ações. Mais especificamente, o autor busca esclarecer por que, apesar de consistir na posição de sócio (e não em um crédito contra um patrimônio), a ação ainda assim encontra correspondência em um conjunto de bens. A seu ver, a explicação

---

<sup>149</sup> “Si deve naturalmente prescindere dall’ipotesi della simulazione e cioè di una vendita di azioni sociali che simulino una vendita delle attività sociali, ipotesi del resto assai difficile a verificare perché l’azionista venditore è proprietario delle azioni sociali, mentre è la società la proprietaria dei beni sociali” (ASCARELLI, Tullio. In tema di vendita di pacchetti azionari e di errore nella compravendita di azioni sociali (*osservazione* a sentenza Cass. Rego 29 marzo 1935 e App. Milano 1 maggio 1934). **Il Foro Italiano**, Roma, v. 60, parte 1, p. 1627-1643, 1935. p. 1628).

<sup>150</sup> ROPPO, Vincenzo. **Il contratto**. Milano: Giuffrè, 2001. p. 339.

<sup>151</sup> Para o autor, a causa não integra o conteúdo (que, a seu ver, corresponde ao objeto) do negócio jurídico: “A causa é um fato externo ao negócio, mas que o justifica do ponto de vista social e jurídico, enquanto o elemento categorial objetivo é justamente a *referência*, que se faz a esse fato, no próprio conteúdo do negócio. Por outras palavras, o elemento inderrogável objetivo *faz parte*, isto é, é integrante da estrutura do negócio, e a causa, não. O elemento categorial objetivo consiste numa *referência* à causa, a qual está, porém, fora do negócio (ela está, logicamente, ou antes ou depois, mas não no negócio; ela é extrínseca à sua constituição)” (AZEVEDO, Antônio Junqueira de. **Negócio jurídico**: existência, validade e eficácia. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2010. p. 149-150).

parte do fato de a posição de sócio ser exercida com relação aos bens do patrimônio social – ou seja, apesar de não ser proprietário, o sócio detém poderes no âmbito da coletividade à qual os bens pertencem (a sociedade) e, por consequência, sobre os bens em si. Daí surge a famosa afirmação de que as ações são bens de segundo grau, no sentido de que representam direitos relativos a outros bens (do patrimônio social) que, economicamente (não juridicamente) e por meio da sociedade, pertencem ao sócio. Assim, justifica-se a existência de dois patrimônios distintos (do sócio e da sociedade) que encontram correspondência nos mesmos bens<sup>152</sup>. Nada disso, no entanto, parece ser argumentado para sustentar a desconsideração da separação patrimonial decorrente da personalidade jurídica<sup>153</sup>. Pelo contrário, essa separação é reafirmada em diversas passagens do texto em questão<sup>154</sup> e, um ano depois, Tullio Ascarelli defende, com firmeza, a diferenciação entre ações/quotas e patrimônio social, ao tratar especificamente da compra e venda de participações societárias: “Azione o quote non possono confondersi con i beni della società”<sup>155</sup>.

Por tudo o quanto exposto até aqui, não se endossa, neste trabalho, a tese de que a empresa e/ou o patrimônio social seriam objeto do contrato de compra e venda de participações societárias de controle.

Cumpra agora analisar o posicionamento contrário, daqueles que entendem serem apenas as próprias participações societárias objeto do contrato. Por muito tempo, houve poucos representantes dessa linha no Brasil<sup>156</sup>. Em 1970, Pontes de Miranda defendeu-a em parecer,

---

<sup>152</sup> ASCARELLI, Tullio. Riflessioni in tema di titoli azionari e società tra società. In: \_\_\_\_\_. **Saggi di diritto commerciale**. Milano: Giuffrè, 1955. p. 219-271. p. 221-224 e 235-240.

<sup>153</sup> Cf. D’ALESSANDRO, Carlo. **Compravendita di partecipazioni sociali e tutela dell’acquirente**. Milano: Giuffrè, 2003. p. 28-32; e TINA, Andrea. **Il contratto di acquisizione di partecipazioni societarie**. Milano: Giuffrè, 2007. p. 171-172.

<sup>154</sup> ASCARELLI, Tullio. op. cit. p. 241 e 245-250.

<sup>155</sup> Id. In tema di vendita di azioni e responsabilità degli amministratori (*nota* alla sent. Cass. 28 agosto 1952, n. 2784). **Il Foro Italiano**, Roma, v. 76, n. 11, p. 1638-1644, 1953. p. 1639.

<sup>156</sup> O posicionamento prevalece largamente na Itália, conforme: AMBROSINI, Stefano. Trasferimento di partecipazioni azionarie, clausole di *indemnity* e contratto per persona da nominare. **Contratto e Impresa**, Padova, v. 12, n. 3, p. 898-920, 1996. p. 898 (“l’opinione largamente maggioritaria è nel senso di una netta alterità tra titolarità delle azioni e proprietà dei beni sociali”); BONELLI, Franco. Giurisprudenza e dottrina su acquisizioni di società e di pacchetti azionari di riferimento. In: \_\_\_\_\_. **Acquisizioni di società e di pacchetti azionari di riferimento**. Milano: Giuffrè, 1990. p. 3-94. p. 18-19 (“v’è dunque una significativa convergenza della giurisprudenza e della dottrina del ritenere che (...) l’obbligazione assunta dal venditore consiste, infatti, solo nel trasferimento della partecipazione sociale (e non dei beni sociali), e ciò rimane fermo anche se il trasferimento delle azioni o delle quote era stato considerato dalle parti come un mero strumento per il trasferimento dei beni sociali, ed anche se il prezzo della azioni era stato determinato sulla base di una stima dei beni sociali”); CONFORTINI, Claudia. **Il governo dei rischi nella vendita di partecipazioni**. Milano: Giuffrè, 2020. p. 72-73 (“l’opinione per cui le partecipazioni societarie sono inconfondibili con il complesso dei beni organizzati dall’imprenditore è da tempo ampiamente condivisa sia in dottrina sia in giurisprudenza”); D’ALESSANDRO, Carlo. **Compravendita di partecipazioni sociali e tutela dell’acquirente**. Milano: Giuffrè, 2003. p. 16 (“secondo l’orientamento di gran lunga prevalente quando le parti concludono una compravendita di partecipazioni sociali oggetto del trasferimento e della tutela sono, per l’appunto, le partecipazioni sociali, intese come entità del tutto distante e diverse dalla corrispondente quota del patrimonio sociale”); DEGL’INNOCENTI, Francesca. Nota a

nos seguintes termos: “A venda de ações pode dar o controle da empresa; porém não basta para

---

Corte d’Appello di Milano, 28 gennaio 2009, su “cessione di quote societarie e garanzie per vizi”. **Il Foro Padano**, Roma, v. 65, n. 2, p. 348-363, 2009. p. 359 (“la giurisprudenza ora prevalente nega che questioni attinenti al patrimonio o a singoli beni che lo compongono possano di per sé incidere sul negozio di cessione di partecipazioni sociali, sul presupposto che la titolarità delle partecipazioni al capitale sociale non determina in modo diretto la titolarità dei beni sociali, sia pure *pro quota*, in quanto questi dal punto di vista giuridico appartengono alla società quale ente personificato, e quindi distinto dai soggetti persone fisiche o giuridiche dei suoi soci, e dotato di autonomia patrimoniale perfetta”); EREDE, Sergio. Durata delle garanzie e conseguenze della loro violazione. In: BONELLI, Franco; DE ANDRÉ, Mauro (org.). **Acquisizioni di società e di pacchetti azionari di riferimento**. Milano: Giuffrè, 1990. p. 197-206. p. 199-200 (“può desumersi un orientamento sostanzialmente costante della nostra giurisprudenza nella applicazione dei seguenti principi: a) la vendita di una partecipazione azionaria, anche totalitaria, non comporta trasferimento del patrimonio della società né di alcun diritto relativo allo stesso”); RUBINO-SAMMARTANO, Mauro. **Garanzie nella compravendita di pacchetti azionari e di imprese**. Milano: Giuffrè, 2006. p. 14 (“i precedenti concordano nell’affermare che la vendita di azioni non dà luogo a cessione d’impresa”); SALATINO, Gregorio. “Patto di garanzia” nel contratto di acquisizione (“*Sale Purchase Agreement*”). **Giurisprudenza Commerciale**, Milano, v. 42, n. 5, p. 891-918, 2015. p. 892 (“La questione è stata più volte affrontata dalla Corte di Cassazione, ed è ormai pacifico che il trasferimento della partecipazione, anche quando detta partecipazione rappresenti il 100% del capitale sociale, non trasferisce i beni sociali che rimangono di esclusiva titolarità della società”); SANGIOVANNI, Valerio. Compravendita di partecipazione sociale e garanzie del venditore. **Notariato**, Milano, n. 2/2012, p. 203-213, 2012. p. 204; e TINA, Andrea. **Il contratto di acquisizione di partecipazioni societarie**. Milano: Giuffrè, 2007. p. 172-177 (“La prevalente dottrina e giurisprudenza hanno, infatti, ribadito come oggetto del contratto di acquisizione di partecipazioni sociali non siano i beni sociali, ma soltanto le azioni (o quote sociali). Questo sul piano giuridico-formale non rappresentano i beni sociali che costituiscono il patrimonio della società strumentale per l’esercizio dell’attività economica oggetto del contratto di società (...), ma solo i diritti e gli obblighi facenti capo a ciascun socio. Le azioni (e le quote) non incorporano un diritto di proprietà sul patrimonio della società: da ciò, in particolare, l’irriducibilità della azione, quale titolo incorporante la partecipazione alla società, al complesso dei beni e delle attività rientranti nel patrimonio sociale. Ne discende, perciò, che il trasferimento delle partecipazioni societarie determina per l’acquirente soltanto l’acquisto di quell’insieme di posizioni giuridiche attive e passive che costituisce il c.d. *status socii*, l’unico oggetto possibile sul piano giuridico-formale del contratto di compravendita”) (contra, mas lembrando que a orientação de que o objeto do contrato são apenas as participações societárias vem sendo consolidada pela *Corte di Cassazione* desde os anos sessenta: GALGANO, Francesco. Cessione di partecipazioni sociali e superamento della alterità soggettiva fra socio e società. **Contratto e Impresa**, Padova, v. 20, n. 1, p. 537-544, 2004. p. 537). A tese também é bastante endossada na França, vide: CAFFIN-MOI, Marie. **Cession de droits sociaux et droit des contrats**. Paris: Economica, 2009. p. 30 (“De manière constante, la jurisprudence actuelle, toutes chambres confondues, condamne l’assimilation de la cession de la majorité des actions d’une société à l’actif de laquelle figure un fonds de commerce à la cession du fond lui-même. Aux incertitudes du passé s’oppose alors la fermeté de la jurisprudence actuelle”); DANET, Didier. Cession de droits sociaux: information préalable ou garantie des vices?. **Revue Trimestrielle de Droit Commercial et de Droit Économique**, Paris, v. 45, n. 2, p. 315-349, 1992. p. 343 (“Quant au droit de la vente, il n’est guère plus favorable au cessionnaire. La cession de droit sociaux n’est pas assimilable à la vente des biens professionnels ou du fonds de commerce eux-mêmes”); PAILLUSSEAU, Jean. La cession de contrôle et la situation financière de la société cédée (de la nature juridique du contrôle et de la cession de contrôle). **La Semaine Juridique – Édition Générale**, Paris, n.16/1992, étude 3578, 1992. Disponível em: <https://lexis360.fr>. Acesso em: 15 dez. 2020. p. 13 (“Mais la cession de contrôle n’est pas une cession d’entreprise. Si la jurisprudence et la doctrine ont pu être hésitantes à une époque, il semble que la solution s’impose aujourd’hui. La personnalité morale de la société s’oppose à ce que l’on admette que la vente des titres sociaux soit celle des actifs de la société. *A fortiori* en est-il ainsi dans les sociétés dans lesquelles la responsabilité des associés est limitée à leurs apports”); e PAILLUSSEAU, Jean et al. **La cession d’entreprise**. 3<sup>ème</sup> ed. Paris: Dalloz, 1993. p. 93 (“En cas de cession de contrôle, l’acheteur n’acquiert que la propriété des titres sociaux (actions ou parts sociales). Il n’a personnellement aucun droit de propriété sur les actifs puisque c’est la personne morale qui les détient”). Na Espanha, essa linha parece ser preferida pela jurisprudência (cf. RIBES, Miguel Gimeno. **La protección del comprador en la adquisición de empresa: estudio comparado de los ordenamientos español y alemán**. Granada: Comares, 2013. p. 12-13; POMAR, Fernando Gómez; SALDAÑA, Marian Gili. Las manifestaciones y garantías en los contratos de compraventa de empresas. In: QUETGLAS, Rafael Sebastián (dir.); LUNA, Martín Jordano (coord.). **Manual de fusiones y adquisiciones de empresas**. Las Rozas: Wolters Kluwer, 2016. p. 417-447. p. 432-435; e SALDAÑA, Marian Gili. Compraventa de acciones: causa del contrato y remedios frente al incumplimiento de las manifestaciones y garantías. **Indret**, Barcelona, n. 2/2010, 2010. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=1639000>. Acesso em 26 Jun. 2019. p. 6).

que se considere venda de fundo de empresa. [...] Exercer controle não é ser dono. Adquirir ações que permitam o controle não é adquirir a sociedade”<sup>157</sup>.

Mais recentemente, contudo, a posição vem reunindo adeptos. Nesse sentido, Gabriel Saad Kik Buschinelli sintetiza “que o contrato de compra e venda de participações societárias, a princípio, deve ser analisado enquanto tal”<sup>158</sup>. Na opinião de Rafael d’Avila Dutra e de Flávio Augusto Carvalho da Fonseca Rossini, “em uma compra e venda de ações, o objeto são as ações emitidas pela Sociedade Objeto, e não seus ativos”<sup>159</sup>. Também para Giacomo Grezzana, “[e]m regra, apenas os direitos e obrigações incorporados na participação societária, isto é, os direitos e obrigações que exsurgem da posição no contrato de sociedade, constituem objeto da alienação de quotas ou ações”<sup>160-161</sup>.

O presente trabalho filia-se a essa corrente. Em razão de todos os fundamentos suscitados acima, ao enfrentar-se a ideia de que a empresa e/ou o patrimônio social poderiam ser con-

---

<sup>157</sup> PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. Nº 201 – parecer sobre compra-e-venda de ações de banco e responsabilidade contratualmente assumida, em termos explícitos e restritos, pelo vendedor e atos ilícitos de outrem (19 de janeiro de 1970). In: \_\_\_\_\_. **Dez anos de pareceres**. Rio de Janeiro: Livraria Francisco Alves Editora, 1976. v. 8, p. 34-47. p. 41. Alguns anos antes, no entanto, o autor havia defendido que, “[s]e o contrato é sobre todos os direitos sociais, ou da maioria das quotas de uma sociedade, há compra-e-venda de empresa, ou do controle de empresa” (PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. **Tratado de direito privado**. Rio de Janeiro: Borsoi, 1962. t. 39. p. 154). Calixto Salomão Filho também chegou a assumir essa posição em 1995, mas mudou sua opinião posteriormente (v. capítulo 6.1 abaixo).

<sup>158</sup> Importante, contudo, destacar que o autor afirma não partilhar de nenhuma das “orientações generalizantes”, por entender que a “aplicação de regimes pertinentes à transmissão de bens integrantes do patrimônio societário é admitida”, mas, por “importar em desconsideração da personalidade jurídica”, “sujeita aquele que a propugna a se desincumbir de ônus argumentativo e a demonstrar a razão que justificaria o afastamento” (BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. **Compra e venda de participações societárias de controle**. São Paulo: Quartier Latin, 2018. p. 80-81). Nada obstante, da leitura das páginas da obra que precedem essas afirmações, depreende-se que o seu fundamento se encontra na aceitação da aplicação de normas específicas a eventuais casos patológicos, e não de um entendimento de que seria adequado falar no patrimônio social e/ou na empresa como objeto do contrato de compra e venda de participações societárias de controle.

<sup>159</sup> DUTRA, Rafael d’Avila; ROSSINI, Flávio Augusto Carvalho da Fonseca. Passivos ocultos em contratos de compra e venda de ações. **Revista do Advogado**, São Paulo, n. 116, p. 151-160, 2012. p. 154.

<sup>160</sup> GREZZANA, Giacomo. **A cláusula de declarações e garantias em alienação de participação societária**. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 98.

<sup>161</sup> Cumpre ainda mencionar a opinião de Evandro Fernandes de Pontes, que posiciona como objeto do contrato o poder de controle “como um bem complexo e reciprocamente considerado em relação a outros direitos que lhes são acessórios” (dentre os quais “o direito de voto, a administração e disposição dos bens corporativos, a condução hierárquica e soberana da máquina empresarial” etc.), ao passo que avalia a “relação entre controle e acervo patrimonial corporativo” como “uma relação de ‘mera pertinência’”. A seu ver, “dessa metafuncionalidade, qual seja, dessa consideração recíproca do controle com outros bens, direitos e faculdades”, emergiria uma necessidade da “sua precisa descrição no instrumento de alienação (...) para que seja, então, individualizado como objeto de um negócio jurídico específico e como objeto de um contrato” (PONTES, Evandro Fernandes de. **Representations & warranties no direito brasileiro**. São Paulo: Almedina, 2014. p. 22-27). A princípio, não parece possível considerar que o poder de controle e os direitos que o caracterizam são bens reciprocamente considerados, sendo o primeiro principal e os últimos acessórios. Afinal, principal “é a coisa que existe sobre si, abstrata ou concretamente, e *accessória* aquela cuja existência supõe a da principal” (LOPES, Miguel Maria de Serpa. **Curso de direito civil**. 9. ed. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 2000. v. 1. p. 394), enquanto o poder de controle não existe sem o direito de voto, que Evandro Fernandes de Pontes denomina acessório. De qualquer forma, o autor não chega a considerar o patrimônio social ou a empresa como objeto do contrato de compra e venda de participações societárias de controle, de modo que o seu posicionamento não parece gerar impacto na análise ora realizada.

siderados objeto do contrato de compra e venda de participações societárias de controle, entende-se que essa posição é de fato ocupada apenas pelas próprias participações societárias, que consistem no conjunto dos direitos e obrigações da posição jurídica de sócio (controlador, no caso) e são alienadas enquanto bens móveis incorpóreos de titularidade do vendedor.

Não se vislumbra excessivo formalismo nessa conclusão, mas somente respeito à personalidade jurídica e ao objeto efetivamente escolhido pelas partes no momento de celebração do contrato. Contudo, ressalva-se, apenas para evitar interpretações ampliativas, que esse posicionamento se refere à regra reputada aplicável aos contratos de compra e venda de participações societárias de controle, sendo sempre possível que a prática venha a apresentar criativas exceções, a serem endereçadas por meio da incidência dos regimes jurídicos pertinentes.

### **3.3. Instrumento contratual e funções exercidas pela cláusula de declarações e garantias antes e depois da sua assinatura**

Estabelecidas acima algumas premissas necessárias às análises conduzidas na continuidade deste trabalho, passa-se agora a tratar de como a cláusula de declarações e garantias insere-se no instrumento contratual de compra e venda de participações societárias de controle e das funções que exerce nesse contexto.

#### **3.3.1. Negociações: a função informativa**

Consoante exposto anteriormente, a operação econômica de transferência de controle societário é, em regra, permeada de inerente complexidade, por envolver uma “passagem de bastão” na condução da exploração de uma empresa, cuja avaliação pelo comprador está sempre sujeita a risco de erro. Em decorrência dessa realidade, o instrumento contratual de compra e venda de participações societárias de controle costuma ser resultado de intenso processo de negociação<sup>162</sup>, no qual as discussões sobre a cláusula de declarações e garantias assumem protagonismo<sup>163</sup>.

É lugar comum afirmar-se, genericamente, que um dos principais obstáculos a serem superados durante a fase de tratativas dos contratos de compra e venda de participações societárias de controle é a assimetria informacional (decorrente do fato de o vendedor, enquanto

---

<sup>162</sup> Para uma descrição dos passos usualmente seguidos nesse processo de negociação, v., dentre outros: BOTREL, Sérgio. **Fusões & aquisições**. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2017. p. 243-284.

<sup>163</sup> V. referências da nota de rodapé nº 26 acima.

atual controlador da sociedade, normalmente deter muito mais conhecimento sobre as suas atividades do que o comprador<sup>164</sup>), bem como que a cláusula de declarações e garantias contribui para a superação desse desequilíbrio, exercendo função informativa<sup>165</sup>.

Essa ideia, conquanto não seja errada, deixa de chamar a atenção para pontos que parecem indispensáveis a uma explicação completa (i) do problema informativo das operações de transferência de controle societário; e (ii) da função informativa da cláusula de declarações e

---

<sup>164</sup> Essa regra comporta exceções (como na hipótese de *management buy-out*, na qual os administradores figuram como compradores), que não serão analisadas neste trabalho.

<sup>165</sup> Mencionando a assimetria informativa e/ou a função informativa da cláusula de declarações e garantias (ainda que sem o emprego dessa nomenclatura): ANTUNES, José Engrácia. A empresa como objecto de negócios: “asset deals” versus “share deals”. **Revista da Ordem dos Advogados**, Lisboa, ano 68, v. 2/3, p. 715-793, 2008. p. 752-753; BENETTI, Giovana. **Dolo no direito civil**: uma análise da omissão de informações. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 141; BEVIÁ, Vicente Gimeno. **Las condiciones en el contrato de compraventa de empresa**. Cizur Menor: Aranzadi, 2016. p. 125; CASELLA, Paolo. I due sostanziali metodi di garanzia al compratore. *In*: BONELLI, Franco; DE ANDRÉ, Mauro (org.). **Acquisizioni di società e di pacchetti azionari di riferimento**. Milano: Giuffrè, 1990. p. 129-144. p. 140; CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAÚJO, Leonardo Barros C. de. Cláusulas de ajuste de preço, *locked box* e garantias em operações de M&A. *In*: BARBOSA, Henrique; BOTREL, Sérgio (coord.). **Novos temas de direito e corporate finance**. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 113-144. p. 135-136; EVEN-TOV, Omri; RYANS, James; SOLOMON, Steven Davidoff. **Representations and warranties insurance in mergers and acquisitions**. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3361184>. Acesso em: 15 out. 2022. p. 2; FERNANDES, André de Godoy. Brazil. *In*: CAMPBELL, Dennis (ed.) **Mergers and acquisitions in North America, Latin America, Asia and the Pacific**: selected issues and jurisdictions. Alphen aan den Rijn: Kluwer Law International, 2011. (The Comparative Law Yearbook of International Business, Special Issue, 2011, B). p. 95-129. p. 108; FERRO, Marcelo Roberto; SOUZA, Antonio Pedro Garcia de. Post M&A arbitration. *In*: SESTER, Peter (ed.). **International arbitration: law and practice in Brazil**. Oxford: Oxford University Press, 2020. p. 405-434. p. 406 e 410; FORGIONI, Paula A. Apontamentos sobre a natureza jurídica e a função econômica das cláusulas de declarações e garantias. *In*: GOUVÊA, Carlos Portugal; PARGENDLER, Mariana; LEVI-MINZI, Maurizio (org.). **Fusões e aquisições**: pareceres. São Paulo: Almedina, 2022. p. 333-344. p. 334-335; GORESCU, Carla Pavesi. **Delimitação da indenização em operações de fusões e aquisições no Brasil**. São Paulo: Almedina, 2020. p. 36; MARTINS-COSTA, Fernanda Mynarski. Ensaio sobre o descumprimento de cláusulas de declarações e garantias em alienações de participações societárias com fechamento diferido. *In*: TERRA, Aline de Miranda Valverde; GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz (coord.). **Inexecução das obrigações**: pressupostos, evolução e remédios. Rio de Janeiro: Editora Processo, 2020. v. 1, p. 741-762. p. 742; NEGREIROS, Teresa. Dos vícios redibitórios e da sua articulação com as cláusulas de declarações & garantias em contratos de compra e venda de empresas. *In*: BENETTI, Giovana et. al. (org.). **Direito, cultura, método**: leituras da obra de Judith Martins-Costa. Rio de Janeiro: GZ, 2019. p. 812-849. p. 843; 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. 2022. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2022. p. 27; PARGENDLER, Mariana; GOUVÊA, Carlos Portugal. As diferenças entre declarações e garantias e os efeitos do conhecimento. *In*: \_\_\_\_\_; \_\_\_\_\_; LEVI-MINZI, Maurizio (org.). **Fusões e aquisições**: pareceres. São Paulo: Almedina, 2022. p. 277-316. p. 304-305; PISTORELLI, Roberto. Le garanzie “analitiche” sulle voci della situazione patrimoniale di riferimento. *In*: BONELLI, Franco; DE ANDRÉ, Mauro (org.). **Acquisizioni di società e di pacchetti azionari di riferimento**. Milano: Giuffrè, 1990. p. 155-167. p. 157; POMAR, Fernando Gómez; SALDAÑA, Marian Gili. Las manifestaciones y garantías en los contratos de compraventa de empresas. *In*: QUETGLAS, Rafael Sebastián (dir.); LUNA, Martín Jordano (coord.). **Manual de fusiones y adquisiciones de empresas**. Las Rozas: Wolters Kluwer, 2016. p. 417-447. p. 429; RUSSO, Fábio Castro. *Due diligence* e responsabilidade. *In*: VASCONCELOS, Pedro Pais de; ABREU, Jorge Manuel Coutinho de; DUARTE, Rui Pinto (org.). **I Congresso Direito das Sociedades em Revista**. Coimbra: Almedina, 2011. p. 13-26. p. 15-16; 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. **Revista Brasileira de Direito Civil**, Belo Horizonte, v. 24, n. 2, p. 241-260, 2020. p. 244; TINA, Andrea. **Il contratto di acquisizione di partecipazioni societarie**. Milano: Giuffrè, 2007. p. 366; e WALD, Arnoldo. Dolo acidental do vendedor e violação das garantias prestadas. **Revista dos Tribunais**, São Paulo, v. 949, p. 95-103, 2014. p. 97.

garantias.

Com relação ao problema informativo, mostra-se necessário separar duas ordens de questões. Apesar de ser verdade que o vendedor possui mais conhecimento sobre a sociedade do que o comprador, deve-se ponderar que há um grande custo a ser considerado pelas partes, durante as negociações, no que diz respeito à produção de informações confiáveis. Isso porque muito do que o comprador tem interesse em saber para reduzir o risco de erro na sua avaliação da empresa não é, na realidade, dominado pelo vendedor. Diversos dados sobre a condução cotidiana das atividades da sociedade não estão centralizados e prontos para serem fornecidos ao comprador, mas sim espalhados pela organização, seja em centenas de arquivos, recibos, minutas de reuniões, contratos, relatórios, processos judiciais e arbitrais etc., seja na própria psique dos diversos colaboradores<sup>166</sup>. No dia a dia, o vendedor/controlador aceita não ter plena ciência de tudo o que ocorre. O comprador, por outro lado, quer se munir de dados sobre os pormenores da empresa cuja condução passará a orientar, de modo a poder circunscrever a sua oferta com menor risco (ou abandonar o negócio). Essa circunstância é especialmente importante em uma situação específica, mas bastante comum no Brasil: a da alienação do controle de sociedades até então familiares para grandes conglomerados internacionais. Nesses casos, a proximidade do controlador com os seus funcionários e a sua confiança neles, aliadas à uma menor sofisticação e à inexistência das exigências de *compliance* comuns nos grandes grupos empresariais, podem fazer com que haja muitas informações escondidas nas entranhas da sociedade.

Se o vendedor tem, ao menos em princípio, incentivos para compartilhar com o comprador as informações de que dispõe – para evitar o que os economistas chamam de seleção adversa<sup>167</sup>, que tenderá a piorar os termos da oferta final do comprador e poderá até mesmo impedi-la<sup>168</sup> – a situação é menos clara no que concerne às informações que precisarão ser

---

<sup>166</sup> “In order to value the assets for sale, buyers need to know details concerning operations, revenues and expenditures, customer and employee relationships, and a wide array of contingent liabilities. Inaccurate or incomplete information on any of these points could result in mispricing the assets. Sellers, who presently own and operate the assets, have access to this information. But much of it is costly to produce – buried within the organization, diffusely held by agents, or dependent upon expert intermediaries – and costly to verify” (GRIFFITH, Sean J. Deal insurance: representation & warranty insurance in mergers and acquisitions. *Minnesota Law Review*, Minneapolis, v. 104, n. 4, p. 1839-1920, 2020. p. 1840).

<sup>167</sup> “Comportamento oportunista pré-contratual decorrente da presença de assimetria de informações. O desconhecimento de elementos relevantes a uma transação pode ser um obstáculo a sua efetivação, uma vez que nem sempre é possível distinguir a qualidade do bem transacionado ou a confiabilidade da parte com quem se transaciona” (FARINA, Elizabeth Maria Mercier Querido; AZEVEDO, Paulo Furquim de; SAES, Maria Sylvia Macchione. **Competitividade**: mercado, estado e organizações. São Paulo: Singular, 1997. p. 286).

<sup>168</sup> GILSON, Ronald J. Value creation by business lawyers: legal skills and asset pricing. *The Yale Law Journal*, New Haven, v. 94, n. 2, p. 239-313, 1984. p. 270-271; GRIFFITH, Sean J. op. cit. p. 1848; e SABADIN, Mariana Guerra. **Autonomia privada e licença para mentir**: uma investigação sobre a possibilidade de limitação contratual da responsabilidade por dolo. 2015. Dissertação (Mestrado em Direito) – Escola de Direito de São Paulo,

produzidas. Enquanto não possui interesse em despender recursos em uma investigação que poderá vir a ser inócua na hipótese de a operação não ser concretizada, o vendedor sabe que precisa fornecer algum nível de conforto ao comprador para que as negociações possam ter sucesso.

Por consequência, durante a fase de tratativas, as partes precisam lidar não só com o fornecimento de dados detidos pelo vendedor ao comprador, mas também com a produção de novas informações. Nessa seara, é necessário sopesar os custos (que diminuem o valor total gerado pela transação) e a relevância das informações para a avaliação da empresa, para decidir quais serão e quais não serão produzidas. E não só: o comprador também tem interesse em confirmar a confiabilidade de tudo o que recebe. Daí a condução dos conhecidos procedimentos de *due diligence*, que “envolvem a verificação da boa ordem dos registros contábeis da empresa em questão, mas também incluem a avaliação de aspectos legais relacionados a seus ativos e a operações que possam refletir em seu patrimônio, mas que nem sempre são retratados por técnicas contábeis”<sup>169</sup>.

A função informativa da cláusula de declarações e garantias relaciona-se, ao menos em parte, com esse problema informativo.

Seguindo adiante, registre-se inicialmente que a cláusula de declarações e garantias sempre exerce função informativa antes da assinatura do instrumento contratual, i.e., no decorrer da fase de negociação dos seus termos. Essa função informativa pode ser principal ou acessória<sup>170</sup>.

Isso porque, enquanto a redação do texto que será firmado pelas partes é cuidadosamente preparada a “quatro mãos” por representantes de ambas, todos os envolvidos nas tratativas têm ciência de que quem subscreve uma declaração e garantia – no caso, o vendedor – chama “para si uma responsabilidade”<sup>171</sup>, com a qual precisará arcar no futuro. Os contornos dessa responsabilidade variam conforme a função informativa é aliada às demais funções que a cláusula de declarações e garantias pode desempenhar. Se combinada apenas com a função probatória, a função informativa assume papel principal, pois a cláusula de declarações e garantias serve essencialmente como recurso de registro da transmissão de informações entre as

---

Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2015. p. 19-20.

<sup>169</sup> NEJM, Edmundo; BRUNA, Sérgio Varela. *Due diligence*: identificando contingências para prever riscos futuros. In: SADDI, Jairo (org.). **Fusões e aquisições**: aspectos jurídicos e econômicos. São Paulo: IOB, 2002. p. 203-219. p. 214.

<sup>170</sup> AGUAYO, Juan. **Las manifestaciones y garantías en el derecho de contratos español**. Pamplona: Editorial Aranzadi, 2011. *E-book*. cap. 4, item 1.2.

<sup>171</sup> FORGIONI, Paula A. Apontamentos sobre a natureza jurídica e a função econômica das cláusulas de declarações e garantias. In: GOUVÊA, Carlos Portugal; PARGENDLER, Mariana; LEVI-MINZI, Maurizio (org.). **Fusões e aquisições**: pareceres. São Paulo: Almedina, 2022. p. 333-344. p. 341.

partes ocorrida na fase pré-contratual (v. capítulo 3.3.2.1 abaixo), de modo que o vendedor assume responsabilidade sobre a veracidade daquilo que “declara e garante” (v. capítulo 5.1.1 abaixo). Se acompanhada da função assecuratória-liberatória e/ou da função assecuratória-reparatória, a função informativa ocupa posição acessória, pois o objetivo principal da cláusula de declarações e garantias é o de alocar riscos entre as partes (v. capítulos 3.3.2.2 e 3.3.2.3 abaixo), de modo que a responsabilidade tomada pelo vendedor não diz respeito à veracidade das assertivas de fato que “declara e garante”, mas sim ao risco da ocorrência de acontecimentos que contrariem essas assertivas (e gerem prejuízos ao comprador no futuro, na hipótese da função assecuratória-reparatória) (v. capítulos 5.2 e 5.3 abaixo).

Devido à presença desse pano de fundo, que será mais profundamente explorado ao longo dos próximos capítulos, o processo de negociação da cláusula de declarações e garantias é marcado por uma constante troca de sinais de lado a lado, que facilitam a formação da vontade de ambas as partes. A título de exemplo:

(i) a solicitação do comprador de inclusão de um determinado item na cláusula de declarações e garantias<sup>172</sup> informa o vendedor sobre a preocupação do comprador com uma determinada questão (que, antes, pode não lhe ter parecido central); por consequência, o vendedor pode reunir dados, consultar funcionários etc., munindo-se das informações necessárias antes de posicionar-se; também é possível que o vendedor não esteja disposto a assumir responsabilidade alguma naquele âmbito, o que terá impactos na continuidade das negociações;

(ii) a resposta do vendedor:

(ii.1) se positiva e incondicionada (i.e., se o vendedor aceita a inclusão daquele item tal qual redigido pelo comprador), informa o comprador sobre a segurança do vendedor quanto àquela questão (pois o vendedor está pronto para assumir a responsabilidade correspondente), tranquilizando o comprador e permitindo-lhe focar os seus esforços investigativos em outras áreas; isso é especialmente verdade se o vendedor, tendo reunido as informações existentes acerca do tema dentro da organização empresarial, entrega-as ao comprador, buscando evitar perturbações desnecessárias na continuidade do processo de negociação;

(ii.2) se positiva, mas acompanhada de revelações (por meio de anexos a serem acrescidos ao contrato ou da entrega de um conjunto de documentos para análise, por exemplo), fornece ao comprador informações para que melhor avalie o pro-

---

<sup>172</sup> “O mais comum é que a minuta do contrato seja preparada pelo adquirente” (BOTREL, Sérgio. **Fusões & aquisições**. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2017. p. 285).

blema existente (circunscrevendo a formação da sua vontade ou munindo-o de subsídios para negociar a alocação de riscos);

(ii.3) se positiva, mas condicionada por qualificadora de conhecimento, informa ao comprador que o vendedor não está plenamente seguro de que detém todos os dados existentes sobre o tema, pois não está disposto a arcar com a responsabilidade correspondente;

(ii.4) se positiva, mas condicionada por qualificadora de materialidade, informa o comprador sobre a possibilidade de surgirem determinadas contingências desconhecidas após a transferência do controle; e

(ii.5) se absolutamente negativa (i.e., se o vendedor não aceita a inclusão daquele item), pode, a depender do caso concreto, informar o comprador sobre a impossibilidade de prosseguimento das negociações (se o ponto for indispensável à formação do seu convencimento ou se o risco dele decorrente for insuportável), sobre a necessidade de condução de uma investigação específica por especialistas etc.;

(iii) a tréplica do comprador pode ser no sentido de aceitar as restrições, de propor a redução da qualificadora de materialidade ou a alteração da qualificadora de conhecimento para exigir uma investigação prévia, ou ainda na linha de chamar uma reunião para que seja negociada a contratação de experts para pesquisar o tema, tudo isso a informar o vendedor – e assim por diante.

Cada movimento no jogo de xadrez da troca de minutas do instrumento contratual incentiva o fornecimento de informações adicionais pelo vendedor e gera novos sinais para ambas as partes<sup>173</sup>, indicando quando o comprador está satisfeito com o nível informacional atingido,

---

<sup>173</sup> Nesse sentido, por todos, James Freund: “From the purchaser’s viewpoint, representations (...) are useful as a device to obtain the maximum degree of disclosure about the acquired business *prior* to the purchaser undertaking a binding commitment to make the acquisition. In other words, representations constitute a systematic smoke-out of the data about the seller which the buyer feels is important. They are a means of forcing the seller to focus on significant aspects of his business, in a way he has probably never previously attempted, in order that important information can be formally transmitted to the purchaser. I should stress that this purpose is not only important with respect to a seller you don’t really trust and want to pin down, but also with a disorganized or forgetful seller, who is acting in good faith but whose memory needs to be jogged by reference to the categories of information sought in the representations. Moreover, there may be matters of which the seller is aware that don’t appear as problems to him, but that are troublesome to the purchaser – perhaps because the latter is a more astute or experienced businessman, or because the subject matter conflicts with other segments of the purchaser’s business. This focusing aspect of representations can often alert the purchaser to questionable areas for more detailed investigation, and may even provide ammunition for use in renegotiating the price or other terms of the deal” (FREUND, James. **Anatomy of a merger: strategies and techniques for negotiating corporate acquisitions**. New York: Law Journal Press, 1975. p. 230). Na mesma linha: ABLA, Maristela Sabbag. Sucessão empresarial – declarações e garantias – o papel da *legal due diligence*. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de (coord.). **Reorganização societária**. São Paulo: Quartier Latin, 2005. p. 99-121. p. 110 (“As declarações e garantias prestadas pelo vendedor visam principalmente (...) servir como um meio para persuadir o vendedor a divulgar

quando o vendedor está disposto a permitir e a colaborar com (ou até mesmo a liderar) investigações adicionais, quais responsabilidades o vendedor está aberto a assumir perante o comprador, qual nível de proteção é necessário para que o comprador se sinta suficientemente seguro com a sua avaliação da empresa etc. Todo esse arcabouço também permite às partes melhor

---

e tornar disponível ao comprador a maior quantidade possível de informações sobre o negócio a ser adquirido, anteriormente à conclusão da operação”); AGUAYO, Juan. **Las manifestaciones y garantías en el derecho de contratos español**. Pamplona: Editorial Aranzadi, 2011. *E-book*. cap. 4, item 1.2 (“En definitiva, la reacción del declarante ante las manifestaciones que se le proponen, aceptando la redacción propuesta por su contraparte, cualificando la declaración o negándose a prestarla, dará información útil al receptor”); CUNHA, Juliana Bonazza Teixeira da. **A qualificadora “no melhor conhecimento” em contratos de compra e venda de participação societária**. 2016. Dissertação (Mestrado em Direito) – Escola de Direito de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2016. p. 15 (“durante a negociação do contrato definitivo de compra e venda e antes da assinatura desse contrato, as declarações e garantias fornecem ao comprador importantes informações sobre o objeto da operação de compra e venda, sendo, portanto, uma fonte de aquisição de conhecimento para o comprador sobre o negócio”); LUIZE, Marcelo Shima. Cláusulas de indenização e resolução contratual em operações de fusão e aquisição: necessidade ou mera reprodução do modelo anglo-saxão?. In: KLEINDIENST, Ana Cristina (coord.). **Estudos aplicados de direito empresarial: societário**. São Paulo: Almedina, 2016. p. 143-190. p. 152 (“a negociação da cláusula de *declarações e garantias* tem finalidade informacional”); MENDES-MEDEIROS, Mariana. **Cláusulas de declarações e garantias: nos contratos internacionais de aquisição de empresas ou ativos**. 2006. Dissertação (Mestrado em Direito Internacional) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2006. p. 150 (“o processo de negociar declarações e garantias minuciosas e abrangentes instiga a investigação e revelação de informações”); 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: CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de; AZEVEDO, Luis André; HENRIQUES, Marcus de Freitas (coord.). **Direito societário, mercado de capitais, arbitragem e outros temas: homenagem a Nelson Eizirik**. São Paulo: Quartier Latin, 2020. v. 3, p. 67-90. p. 75 (“A principal função dessas cláusulas é a de permitir a progressiva redução da assimetria de informações durante a fase de formação do negócio, esclarecendo o provável comprador sobre a vida da empresa e assegurando-lhe que as informações prestadas são probas. Quando apostas nos sucessivos instrumentos que vão gradativamente sendo formalizados, as declarações e garantias constituem mecanismo que permite a revelação das informações relevantes ao business negociado e a assunção de responsabilidades, em sentido amplo sobre o declarado e garantido. Por isso, primeira e mais genérica função das declarações e garantias é a de suprir lacunas do conhecimento do comprador a respeito do negócio que está a realizar”); PANHARD, Maxime. When contractual good faith meets a controversial M&A issue: the sandbagging practice in international arbitration. **International Lawyer**, Dallas, v. 51, n. 1, p. 69-86, 2018. Disponível em: <https://link.gale.com/apps/doc/A539036468/AONE?u=capes&sid=AONE&xid=f05325f1>. Acesso em: 14 Dez. 2020. p. 1 (“In the representation provisions, the seller communicates to the buyer all information that he knows, or that he is supposed to know, about the target company. These provisions allow both parties to determine the risks of the operation”); POMAR, Fernando Gómez; SALDAÑA, Marian Gili. Las manifestaciones y garantías en los contratos de compraventa de empresas. In: QUETGLAS, Rafael Sebastián (dir.); LUNA, Martín Jordano (coord.). **Manual de fusiones y adquisiciones de empresas**. Las Rozas: Wolters Kluwer, 2016. p. 417-447. p. 429 (“La inclusión de este tipo de cláusulas (...) incentivará entonces una mayor revelación de información por parte del vendedor”); PONS, Luc. Les garanties conventionnelles. **Journal des Sociétés**, Paris, n. 60, p. 52-59, 2008. p. 53 (“Bien évidemment, chacune de ces clauses fait l’objet d’un débat entre le cessionnaire et le cédant, et cette négociation est primordiale pour permettre l’anticipation de problèmes futurs et améliorer la connaissance par le cessionnaire de l’entreprise ainsi acquise”); SABADIN, Mariana Guerra. **Autonomia privada e licença para mentir: uma investigação sobre a possibilidade de limitação contratual da responsabilidade por dolo**. 2015. Dissertação (Mestrado em Direito) – Escola de Direito de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2015. p. 34 (“ditas cláusulas servem, primordialmente, como (i) mais uma forma de persuadir o vendedor a divulgar e disponibilizar ao comprador a maior quantidade possível de informações sobre o bem a ser adquirido; (ii) argumento para o comprador eventualmente desistir do negócio, diante da relevância e/ou gravidade das informações prestadas pelo vendedor”); e THOMPSON, Robert (ed.). **Sinclair on warranties and indemnities on share and asset sales**. 11<sup>th</sup> ed. London: Sweet & Maxwell, 2020. § 1-02 (“The process of checking the warranties, a task usually undertaken by the vendors’ solicitors, for the purposes of disclosing against them usually brings to the fore all potential problems, enabling the parties to negotiate before the sale as to what impact these should make on the transaction”).

alocarem os custos de produção de informações complementares, mencionado acima<sup>174</sup>. E o conhecimento decorrente desse processo, aliado àquele adquirido por meio da *due diligence*, é indispensável para que as partes possam chegar a um acordo que atenda aos interesses de ambas e efetivamente celebrar o contrato – ou para que tenham ciência de eventuais incompatibilidades insuperáveis o mais rápido possível, deixando de despender recursos em uma negociação que não tem possibilidades de sucesso.

Em resumo: a cláusula de declarações e garantias sempre exerce função informativa antes da celebração do contrato de compra e venda de participações societárias de controle, pois a sua negociação fomenta (i) a troca de sinais sobre as preocupações das partes e sobre a sua disposição para assumir determinados riscos/responsabilidades; e (ii) o fluxo de informações necessárias para que o comprador reduza, tanto quanto possível, o risco de erro na avaliação da empresa (porque, lembre-se, há uma parcela desse risco que é insuperável, por decorrer da própria incapacidade dos modelos matemáticos de preverem o futuro).

Assinado o instrumento, não parece mais haver sentido em falar em função informativa. A partir desse momento, as partes ter-se-ão vinculado, de modo que a vontade negocial não poderá mais ser impactada pelo que foi ali escrito<sup>175</sup>.

### 3.3.2. Arquitetura contratual

Para bem expor a arquitetura do instrumento contratual de compra e venda de participações societárias de controle, faz-se necessário abrir um breve parêntese para explicar que, muitas vezes, essas operações adotam “técnicas de *execução diferida* de contrato, em que se promove um divórcio temporal entre o momento da celebração do contrato (*assinatura*) e o do seu adimplemento (*fechamento*)”<sup>176</sup>. Esses métodos são convenientes porque, quando atingem um

---

<sup>174</sup> Sobre o papel das qualificadoras de conhecimento e de materialidade na delimitação das informações cujos custos de produção as partes reputam necessário incorrer: GILSON, Ronald J. Value creation by business lawyers: legal skills and asset pricing. **The Yale Law Journal**, New Haven, v. 94, n. 2, p. 239-313, 1984. p. 277-280; e GRIFFITH, Sean J. Deal insurance: representation & warranty insurance in mergers and acquisitions. **Minnesota Law Review**, Minneapolis, v. 104, n. 4, p. 1839-1920, 2020. p. 1841-1842.

<sup>175</sup> Seguindo caminho diverso, Giacomo Grezzana prefere afirmar que “todas as declarações e garantias” têm um “caráter informativo”, pois “sempre transmitem, no plano dos fatos, certo número de informações ao declaratório”. No entendimento do autor, contudo, “nem sempre as partes conferem relevância jurídica a essa prestação de informações, que pode ficar no plano meramente fático. Apenas quando é intenção das partes utilizar as declarações e garantias como meio de transmissão de informações é que se concretiza”, a seu ver, “a função informativa” (GREZZANA, Giacomo. **A cláusula de declarações e garantias em alienação de participação societária**. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 74). Não se vislumbram razões para aderir-se a essa linha no presente trabalho. Isso porque, pelos motivos expostos no corpo do texto, a afirmação de que a cláusula de declarações e garantias em si, enquanto parte do instrumento contratual, poderia atuar como meio de transmissão de informações não parece encontrar respaldo na realidade.

<sup>176</sup> MARTINS-COSTA, Fernanda Mynarski. **Execução diferida nos contratos de M&A**. São Paulo: Almedina,

acordo definitivo sobre o negócio, as partes desejam formalizar o compromisso do parceiro e, portanto, vincularem-se (assinando o instrumento), mas ainda não têm liberdade para concretizar a transferência das participações societárias, por serem necessários tanto atos de terceiros (o mais comum sendo a aprovação da operação por agentes governamentais, como o Conselho Administrativo de Defesa Econômica – CADE), quanto, por vezes, delas próprias<sup>177</sup>.

A existência desse lapso temporal entre a assinatura do contrato e a transferência das participações societárias (doravante denominado também fechamento)<sup>178</sup> gera uma nova camada de risco para a operação, que se soma àquela descrita no capítulo 3.1 acima. Afinal, empresas estão longe de ser estáticas. Não ficam paralisadas a partir da celebração do contrato, aguardando o fechamento. Pelo contrário: quotidianamente, a sociedade que explora uma empresa precisa celebrar contratos, adquirir insumos, distribuir produtos, demitir funcionários etc. – em suma, dar andamento às suas atividades e estabelecer relações no mercado. Por consequência, é possível (e até provável) que, entre a assinatura e o fechamento, haja alterações no valor da empresa<sup>179</sup>. Trata-se do *value-shift risk*<sup>180</sup> ou risco de mudança de valor, que, assim como risco de erro na avaliação, relaciona-se diretamente com a cláusula de declarações e garantias.

Pois bem. A arquitetura empregada nos contratos de compra e venda de participações societárias de controle celebrados no Brasil mimetiza o modelo criado nos Estados Unidos da América<sup>181</sup>, que possui, como uma de suas características mais marcantes, a pretensão de au-

---

2022. *E-book*. Introdução.

<sup>177</sup> MARTINS-COSTA, Fernanda Mynarski. **Execução diferida nos contratos de M&A**. São Paulo: Almedina, 2022. *E-book*. Introdução.

<sup>178</sup> Esses dois momentos também costumam ser denominados de “signing” e “closing”, seguindo os jargões difundidos no mercado dos Estados Unidos da América.

<sup>179</sup> “[A]s características (...) podem se alterar constantemente, por serem tais alterações da própria natureza de uma atividade econômica” (FERRAZ, Adriano Augusto Teixeira; FREITAS, Bernardo Vianna; SOUZA, Rodrigo Amaral e. A alocação de riscos em operações de M&A: análise das cláusulas de ajuste de preço e indenização. In: BARBOSA, Henrique; BOTREL, Sérgio (coord.). **Novos temas de direito e corporate finance**. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 561-593. p. 564). “Tratando-se de contrato de execução diferida, o tempo e suas vicissitudes podem ter um impacto relevante no programa contratual projetado pelas partes na data da *assinatura* (conclusão contratual)” (MARTINS-COSTA, Fernanda Mynarski. op. cit. parte 1, cap. 2.1.2). “[L]a cession de contrôle est une opération longue et complexe, pendant tout le temps qu’elle dure, l’entreprise continue ses activités et sa situation financière se modifie tous les jours, parfois de façon importante” (PAILLUSSEAU, Jean. La cession de contrôle et la situation financière de la société cédée (de la nature juridique du contrôle et de la cession de contrôle). **La Semaine Juridique – Édition Générale**, Paris, n. 16/1992, étude 3578, 1992. Disponível em: <https://lexis360.fr>. Acesso em: 15 dez. 2020. p. 2).

<sup>180</sup> A expressão, novamente, é de: COATES IV, John C. **Allocating risk through contract: evidence from M&A and policy implications**. Cambridge, 2012. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=2133343>. Acesso em: 31 mai. 2019. p. 9. O autor ainda se refere a um terceiro tipo de risco inerente aos contratos de compra e venda de participações societárias de controle, que não se relaciona com a cláusula de declarações e garantias e, por essa razão, não será abordado neste trabalho. Trata-se dos *completion risks* – “risks that a proposed deal will not be completed as planned”.

<sup>181</sup> KALANSKY, Daniel; SANCHEZ, Rafael Biondi. *Sandbagging clauses* nas operações de fusões e aquisições (M&A). In: BARBOSA, Henrique; BOTREL, Sérgio (coord.). **Novos temas de direito e corporate finance**. São

tossuficiência<sup>182</sup>. Por ter sido difundido ao redor do mundo e submetido às legislações dos mais diversos países, esse instrumento contratual passou a ser redigido de modo a cada vez mais fechar-se em si mesmo, com vedações estratégicas nas “rachaduras” por meio das quais o direito aplicável pudesse imiscuir-se no acordo das partes. Por óbvio, a tática nem sempre tem sucesso, principalmente do ponto de vista interpretativo<sup>183</sup>, mas acaba dando origem a um sistema particularmente interconectado de cláusulas.

O contrato de compra e venda de participações societárias de controle (usualmente denominado, em português, “contrato de compra e venda de ações” ou “contrato de compra e venda de quotas” e, em inglês, “share purchase agreement” ou “quota purchase agreement”) é integrado pelas seguintes seções: “1. Parties to the deal”; “2. Recitals”; “3. Definition of terms”; “4. Description of the basic transaction”; “5. Representations and warranties”; “6. Covenants”; “7. Conditions to closing”; “8. Termination”; “9. Indemnifications”; “10. Miscellaneous items”<sup>184</sup>. Não obstante a nomenclatura e a ordem dos temas possam ser alteradas e algumas cláusulas adicionadas, é incomum que essas disposições não estejam presentes<sup>185</sup>.

---

Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 145-153. p. 149. Para as diferenças entre as práticas adotadas nos Estados Unidos da América e na Inglaterra, v. capítulo 4.1.3 abaixo.

<sup>182</sup> “Il *Sale and Purchase Agreement* mira quindi a prevedere tutto ciò che è necessario, senza che occorra fare riferimento al diritto applicabile per integrarlo o completarlo. (...) Il *Sale and Purchase Agreement* pretende di essere autosufficiente quale che sia il Paese del mondo con cui esso ha collegamenti (vi sia o no in questo Paese una disciplina legale sul tema (...))” (DE NOVA, Giorgio. *Il sale and purchase agreement: un contratto commentato*. 2ª ed. Torino: G. Giappichelli Editore, 2017. p. 9). “The aim is to form a standalone regime with foreseeable outcomes so as to avoid relying on statutory provisions and/or case law of a given legal system” (FERRO, Marcelo Roberto; SOUZA, Antonio Pedro Garcia de. Post M&A arbitration. In: SESTER, Peter (ed.). *International arbitration: law and practice in Brazil*. Oxford: Oxford University Press, 2020. p. 405-434. p. 408). “Sophisticated parties in complex transaction typically want their contract to be self-governing to the maximum extent possible, and applicable without (or only with the minimum) reference to any governing law” (JASTRZEBSKI, Jacek. Value creation in negotiations of contractual warranties and indemnifications. *European Company and Financial Law Review*, Berlin, v. 16, n. 3, p. 273-309, 2019. p. 289).

<sup>183</sup> “Notwithstanding any efforts by the parties to include as many details as possible in the contract in order to minimise the need for interpretation, the governing law will necessarily project its own principles regarding the function of a contract, the advisability of ensuring a fair balance between the parties’ interests, the role of the interpreter in respect of obligations that are not explicitly regulated in the contract, the existence of a duty of the parties to act loyally towards each other, and the existence and extent of a general principle of good faith – in short, the balance between certainty and justice” (CORDERO-MOSS, Giuditta. Conclusion: the self-sufficient contract, uniformly interpreted on the basis of its own terms: an illusion, but not fully useless. In: \_\_\_\_\_ (ed.). *Boilerplate clauses, international commercial contracts and the applicable law*. Cambridge: Cambridge University Press, 2011. p. 344-373. p. 346-347).

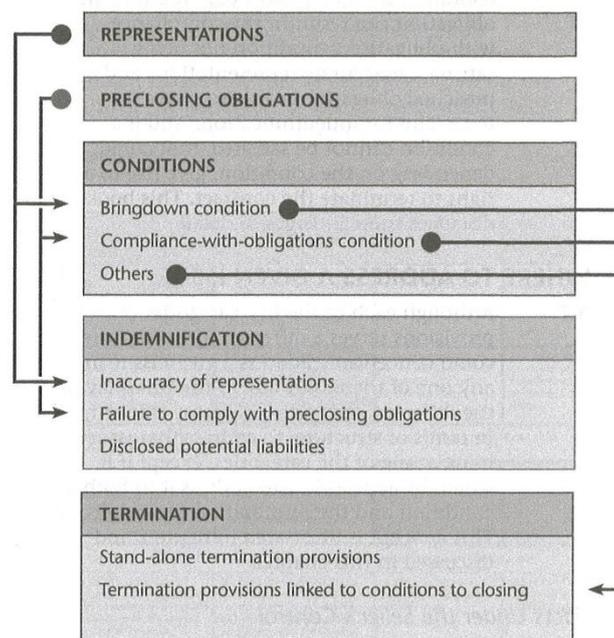
<sup>184</sup> BRUNER, Robert F. *Applied mergers and acquisitions*. Hoboken: John Wiley & Sons, Inc., 2004. p. 769. Itálicos do autor retirados. Opta-se, por ora, por manter-se a nomenclatura em inglês, porque, como se verá mais à frente, algumas dessas palavras possuem falsos cognatos em português.

<sup>185</sup> No exemplo de contrato empregado por Giorgio De Nova no seu estudo (DE NOVA, Giorgio. *Il sale and purchase agreement: un contratto commentato*. 2ª ed. Torino: G. Giappichelli Editore, 2017. p. 243-278), por exemplo, as seções são: “Recitals”, “Certain Definitions”, “Sale and Purchase of the Shares”, “Interim Management”, “Condition Precedent”, “Closing”, “Representations and Warranties of the Seller”, “Representations and Warranties of the Buyer”, “Indemnification Obligations”, “Other Covenants”, “Non Competition”, “Confidentiality”, “Miscellaneous Provisions” e “Arbitration”. No Brasil, Sérgio Botrel indica como “principais cláusulas” as de “Partes”, “Definições”, “Objeto”, “Estruturação do preço”, “Condições de fechamento”, “Declarações e garantias”, “Responsabilidade e procedimento para a indenização”, “Garantias”, “Cláusula de não concorrência”, “Cláu-

Dentre essas dez seções, há as que James Freund celebrenemente denominou de *four horsemen* do contrato: “representations, covenants, conditions, and indemnification”. São as principais estipulações, que operam conjuntamente (“as a unit”). Possuem finalidades distintas, mas em tudo complementares<sup>186</sup>, de modo que não é possível compreender (nem, por consequência, negociar e/ou operar) adequadamente uma delas sem bem analisar as suas interações com as demais.

Essas intrincadas relações podem ser representadas da seguinte forma (na figura abaixo, os *covenants* são denominados *preclosing obligations* e há uma quinta disposição contratual em destaque além dos *four horsemen*, notadamente a de *termination*):

Figura 1 – Ligações entre cláusulas contratuais



Fonte: ADAMS, Kenneth A. **The structure of M&A contracts**. [S.l.]: Thomson Reuters, 2016. p. 3.

Conforme seja aliada à cláusula de *conditions* – que aqui se denomina de cláusula de exigências para o fechamento, pelas razões explicadas adiante –, e/ou à cláusula de *indemnification* – i.e., de indenização –, ou, ainda, seja inserida no contrato sem ser acompanhada de nenhuma dessas outras provisões, a cláusula de declarações e garantias exercerá funções dife-

sula resolutiva e penalidades contratuais” “Comunicação entre as partes”, “Legislação aplicável” e “Arbitragem” (BOTREL, Sérgio. **Fusões & aquisições**. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2017. p. 285-330).

<sup>186</sup> FREUND, James. **Anatomy of a merger**: strategies and techniques for negotiating corporate acquisitions. New York: Law Journal Press, 1975. p. 153.

rentes<sup>187</sup>. É do que se passa a tratar.

### 3.3.2.1. Cláusula de declarações e garantias autônoma: a função probatória

Quando não é aliada a nenhuma outra disposição (i.e., quando nenhuma daquelas ligações representadas pelas setas da figura da página anterior existe), a cláusula de declarações e garantias exerce, no âmbito do instrumento contratual, apenas função probatória<sup>188</sup>. Nessa hipótese, como mencionado anteriormente, a função informativa é principal – i.e., a cláusula existe essencialmente para promover e circunscrever a transmissão de informações na fase negocial –, enquanto a função probatória corresponde ao registro dessa transmissão de informação, exercendo o papel acessório de incentivá-la (porque, como viu-se acima e retomar-se-á adiante, submete o vendedor à ameaça de poder vir a ser mais facilmente responsabilizado pela falsidade daquilo que declarou e garantiu). Em outras palavras: por um lado, a cláusula é inserida no instrumento contratual para servir como prova de que, durante o processo negocial, o vendedor forneceu aquelas informações dispostas nos seus itens ao comprador; por outro lado, sabendo que a cláusula constará do futuro contrato, o vendedor é estimulado a atuar com maior cautela ao transmitir informações ao comprador durante as tratativas. Tem-se, portanto, que a função informativa, quando principal, é intimamente ligada à função probatória<sup>189</sup>.

Se a cláusula de declarações e garantias exerce função probatória e o comprador vem a descobrir que alguma das informações que lhe foram entregues no decorrer das negociações e ali refletidas era falsa, vê-se na situação de ter, em mãos, um documento relevante para corroborar as suas alegações. Se não dispusesse dessa ferramenta, o comprador poderia encontrar sérias dificuldades para provar exatamente quais dados obteve do vendedor, especialmente devido à quantidade de profissionais envolvidos nas tratativas e ao consequente espalhamento das eventuais evidências do que ocorreu. Mas não só: a função probatória também poderá beneficiar

---

<sup>187</sup> Vê-se da figura reproduzida há pouco que a cláusula de declarações e garantias não possui especial relação com os *covenants*, razão pela qual não se tratará dessa estipulação neste trabalho. Basta registrar que os *covenants* são obrigações que as partes se comprometem a cumprir no período entre a assinatura do contrato e o fechamento (v. FREUND, James. **Anatomy of a merger: strategies and techniques for negotiating corporate acquisitions**. New York: Law Journal Press, 1975. p. 155).

<sup>188</sup> Não se desconhece a tese de Giacomo Grezzana no sentido de que, quando isolada, a cláusula de declarações e garantias poderia exercer uma função “conformativa” da obrigação de dar do vendedor (GREZZANA, Giacomo. **A cláusula de declarações e garantias em alienação de participação societária**. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 72-73). Não se concorda com essa linha, contudo, pelas razões expostas no capítulo 6.2 abaixo. Vale mencionar, ainda, que o autor também se refere à função probatória (GREZZANA, Giacomo. op. cit. p. 77-80).

<sup>189</sup> “Las Manifestaciones y Garantías suponen un instrumento probatorio esencial que permite la mejora del funcionamiento contractual, asegurando, de este modo, el tráfico económico” (RIBES, Miguel Gimeno. **La protección del comprador en la adquisición de empresa: estudio comparado de los ordenamientos español y alemán**. Granada: Comares, 2013. p. 199).

o vendedor, caso venha a ser confrontado com alegações do comprador de que as coisas se passaram de forma diferente do que realmente ocorreu na fase pré-contratual e foi registrado na cláusula de declarações e garantias.

A utilização da cláusula de declarações e garantias de forma autônoma é patentemente incomum em contratos complexos. Constatou-se que nenhum dos 30 contratos mais sofisticados analisados neste trabalho apresenta essa configuração, enquanto 15 daqueles 30 menos sofisticados empregam-na. Pode-se especular que isso se dê, entre outras razões, porque a cláusula de declarações e garantias autônoma (i) foge do modelo empregado nos Estados Unidos da América (v. capítulo 4.1.3 abaixo); e (ii) oferece proteção fragilizada ao comprador quando comparada com as demais configurações possíveis (v. capítulo 5 abaixo).

A despeito de sua menor força, pode-se afirmar que a função probatória endereça, em certa medida, o risco de erro na avaliação. Rememora-se que essa ameaça decorre tanto da falta de acesso a todas as informações existentes sobre a empresa, quanto da falibilidade dos modelos matemáticos. A dificuldade de obter informações fidedignas, por sua vez, pode decorrer de diversos fatores, dentre os quais uma falha do vendedor. Nessa hipótese, a existência de um instrumento de prova de informações que foram fornecidas pelo vendedor antes da celebração do contrato permite ao comprador que tome determinadas providências (que serão expostas no capítulo 5.1.1 abaixo) caso descubra, posteriormente, que a sua avaliação da empresa foi falseada por aqueles dados refletidos na cláusula de declarações e garantias.

### **3.3.2.2. Cláusula de declarações e garantias combinada com cláusula de exigências para o fechamento: a função assecuratória-liberatória**

Viu-se que uma das quatro disposições mais importantes do contrato de compra e venda de participações societárias de controle é aquela de *conditions*, na qual, segundo especialistas estadunidenses, se listam: “the conditions that each side must observe in order to consummate the transaction”<sup>190</sup>. Mais especificamente, a estipulação conhecida como *bringdown condition* determina que, para que o comprador tenha a obrigação de efetivar a aquisição das participações societárias, as declarações e garantias do vendedor deverão ser verdadeiras no momento do fechamento, como se tivessem sido emitidas nessa data<sup>191-192</sup>. Por vezes, o contrato adota estru-

---

<sup>190</sup> BRUNER, Robert F. **Applied mergers and acquisitions**. Hoboken: John Wiley & Sons, Inc., 2004. p. 769.

<sup>191</sup> FREUND, James. **Anatomy of a merger: strategies and techniques for negotiating corporate acquisitions**. New York: Law Journal Press, 1975. p. 157.

<sup>192</sup> “A bringdown condition allows one side to use inaccuracy in the other side’s representations to relieve it of its obligation to close. (...) ‘Bringdown condition’ is an accepted term of art, but it’s something of a misnomer. (...)”

tura um pouco diversa e prevê que o vendedor deverá assinar um certificado quando do fechamento, atestando essa veracidade. Por fim, como refletido na figura constante do capítulo 3.3.2 acima, a não verificação da *bringdown condition* costuma ser contratualmente ligada à cláusula de *termination*, confirmando-se a não consumação da operação nessa hipótese.

A construção visa a proteger o comprador contra os riscos extremos de erro na avaliação da empresa e de mudança no seu valor<sup>193</sup>. Em poucas palavras: devido à existência de um lapso temporal entre a assinatura do contrato e o fechamento<sup>194</sup>, durante o qual o comprador pode tomar conhecimento de que embasou a sua avaliação da empresa em uma declaração e garantia falsa (especialmente se ainda estiver conduzindo a *due diligence*) e podem ocorrer novos fatos que alterem o valor da empresa, as partes acordam que, se as informações contidas nos itens da cláusula de declarações e garantias do vendedor não forem verdadeiras ao final desse período, o comprador não precisará proceder com a aquisição. É o que se convencionou chamar, na literatura especializada, de *right to walk-away*, por permitir-se ao comprador “ir embora”<sup>195</sup>. Destaque-se, contudo, que o mecanismo só faz sentido para as situações mais graves, que são aquelas nas quais o comprador perde o interesse no negócio por força das suas descobertas e/ou dos eventos supervenientes. Se houver a concretização do risco de erro na avaliação da empresa ou do risco de mudança no seu valor mas o fato em questão não for crítico o suficiente, não haverá motivos para que o comprador se valha do seu direito de “ir embora”.

Ao serem transpostas para contratos redigidos em língua portuguesa, as *conditions* costumam ser traduzidas, literalmente, para “condições”, recebendo a cláusula na qual são apostas o título de “condições suspensivas” ou de “condições precedentes”. Opta-se, contudo, por empregar, a denominação “cláusula de exigências para o fechamento” neste trabalho. Isso porque as estipulações contidas nessa parcela do contrato nem sempre correspondem a condições, no

---

[T]he seller would in effect be making its representations on both the date of the agreement and the closing, so there would be nothing to ‘bring down’ to closing” (ADAMS, Kenneth A. **The structure of M&A contracts**. [S.l.]: Thomson Reuters, 2016. p. 75).

<sup>193</sup> Sempre que forem mencionadas e examinadas, neste trabalho, ligações entre a cláusula de declarações e garantias e a alocação de riscos, deve-se presumir que se está tratando apenas dos riscos relacionados aos temas abordados na cláusula de declarações e garantias. Outros riscos, conquanto possam ser endereçados por mecanismos diversos, não guardam pertinência com a cláusula aqui analisada.

<sup>194</sup> Nos casos em que esse lapso temporal não existe, sendo a compra e venda consumada concomitantemente à assinatura do contrato, não há sentido em falar na possibilidade o comprador liberar-se do negócio antes da sua execução. Por consequência, essa estrutura costuma apresentar-se nos contratos mais sofisticados, tendo sido verificada em 10 daqueles 30 analisados no curso deste trabalho.

<sup>195</sup> MARTINS-COSTA, Fernanda Mynarski. **Execução diferida nos contratos de M&A**. São Paulo: Almedina, 2022. *E-book*. parte 1, cap. 2.1.2 (“Alocam-se os riscos da ocorrência de algum evento no período intercalar que venha a tornar as declarações e garantias imprecisas ou falsas, uma vez que, mediante cláusula de representações e garantias, resta permitido ao declaratório usar a imprecisão de alguma declaração como causa de desvinculação do contrato (‘right to walk-away’”). Falando no direito do comprador de “avoid its obligation under the contract”: ADAMS, Kenneth A. A legal-usage analysis of “material adverse change” provisions. **Fordham Journal of Corporate & Financial Law**, [New York], v. 10, n. 1, p. 9-53, 2004. p. 12.

sentido técnico-jurídico<sup>196</sup>.

Vejam-se três exemplos dessa disposição:

**3.2. Condições Suspensivas.** O Fechamento ora avençado estará sujeito, tão somente, ao cumprimento ou renúncia respectiva pela beneficiária, até a Data de Fechamento, de cada uma das seguintes condições suspensivas, cumulativamente consideradas (“Condições Suspensivas”):

**3.2.1. Condições Suspensivas às Obrigações da Compradora de Pagar o Preço de Compra e Receber as Ações:** (...) (h) As declarações e garantias das Vendedoras contidas na Cláusula 4 devem permanecer válidas e corretas em todos os seus aspectos relevantes; (...).

#### **CLÁUSULA SEXTA – CONDIÇÕES PRECEDENTES**

Todas as obrigações das Partes decorrentes deste Contrato, inclusive a consumação da compra e venda das Quotas, estão sujeitas ao cumprimento (ou, quando aplicável, à renúncia por escrito pela Parte interessada no seu cumprimento) das seguintes condições precedentes (“Condições Precedentes”) até a Data Limite: (...) (iii) A manutenção, pelas Partes, da veracidade, acuidade, abrangência e exatidão das suas declarações e garantias prestadas, respectivamente, nas Cláusulas Oitava e Nona Abaixo, na Data de Fechamento; (...).

**2.2. Condições Precedentes.** A consumação da compra e venda prevista neste Contrato e a efetiva Transferência das Ações (“Fechamento”) dependerão da ocorrência cumulativa e pleno atendimento das seguintes Condições Precedentes: (...) (v) Confirmação da veracidade das declarações e garantias prestadas pelas Partes neste Contrato, em todos os seus aspectos relevantes e ressaltadas as variações decorrentes do curso normal dos negócios, mediante a entrega, de uma Parte à outra, de carta nos moldes do Anexo 4.2(viii); (...).

O texto dessas disposições contribui para a explicação de três pontos das cláusulas de exigências para o fechamento merecedores de destaque.

Em primeiro lugar, é comum ler-se que as declarações e garantias prestadas pelo vendedor na assinatura do contrato devem permanecer (ou manter-se ou outras palavras similares) verdadeiras no fechamento para que comprador tenha a obrigação de concretizar a aquisição das participações societárias. Essa construção é, no fundo, artificial. Uma afirmação de fato só pode ser verdadeira ou falsa na data em que é emitida. Se o vendedor “declara e garante”, quando da assinatura do contrato, que a sociedade não está envolvida em crimes ambientais e, na sequência, a sociedade comete um crime ambiental, aquela assertiva ainda terá sido verdadeira e permanecerá sendo verdadeira (porque a sua veracidade deve ser avaliada na data em que foi emitida – i.e., o vendedor afirmou que, na data de assinatura, a sociedade não estava envolvida naqueles crimes e ela realmente não estava, ainda que esteja na data de fechamento). Por essa razão, considera-se mais adequado afirmar que as declarações e garantias emitidas na assinatura são repetidas no fechamento. Essa repetição pode ser ficta (na hipótese de as partes

---

<sup>196</sup> O aprofundamento dessa questão escapa ao objeto do presente trabalho. Para uma análise detalhada, v. MARTINS-COSTA, Fernanda Mynarski. **Execução diferida nos contratos de M&A**. São Paulo: Almedina, 2022. *E-book*.

utilizarem ficções jurídicas, seja como as corporificadas nas disposições transcritas há pouco, seja simplesmente registrando que, no seu programa contratual, deve-se considerar que as declarações e garantias foram prestadas duas vezes: na data de assinatura e na de fechamento) ou real (como, por exemplo, nos casos em que se prevê que, quando do fechamento, o vendedor emitirá um certificado atestando que as declarações e garantias prestadas na assinatura são verdadeiras no fechamento, repetindo-as). Acredita-se que, dessa forma, dá-se maior clareza ao mecanismo<sup>197</sup>. Combinando-se essa proposta com a denominação sugerida para a cláusula de *conditions* há pouco, tem-se que a *bringdown condition* seria a exigência para o fechamento de que as declarações e garantias repetidas no fechamento sejam verdadeiras. A nomenclatura não é sonora, mas transmite o entendimento que se tem da disposição.

Em segundo lugar, também é usual que o comprador tenha o direito de “renunciar” a essa exigência. A lógica por detrás da regra é evidente e foi adiantada, de certa forma, anteriormente: se a exigência existe para proteger o comprador da concretização de riscos extremos de erro na avaliação da empresa e de mudança no seu valor, não há por que o impedir de ir adiante com a transação se a falsidade de alguma das declarações e garantias repetidas no fechamento não retirar o seu interesse no negócio.

Em terceiro lugar, e ligando-se bastante ao ponto que se acabou de abordar, é corriqueiro que se insira, nessa disposição contratual, uma qualificadora de materialidade. A coerência salta aos olhos: se a ideia é proteger o comprador de riscos graves, não lhe deve ser permitido evitar a concretização da operação em caso de falsidades singelas nas declarações e garantias repetidas no fechamento. Observa-se, ainda nesse ponto, a utilização de outra expressão dúbia nos exemplos trazidos acima: aquela do “curso normal dos negócios”. Trata-se de uma espécie de qualificadora de materialidade, pois se considera imaterial, para fins da verificação da exigência, eventuais falsidades nas declarações e garantias repetidas no fechamento que sejam decorrentes do “curso normal dos negócios”. A noção é, contudo, de difícil concretização e precisará ser interpretada no contexto de cada caso concreto. Pensa-se em ao menos duas acepções possíveis: a daquilo que uma empresa média faria na condução dos seus negócios ou a daquilo que é consistente com as práticas pretéritas da sociedade emissora das participações societárias transacionadas.

Um último comentário antes de seguir-se adiante: em princípio, não há necessidade de estabelecer que, além da veracidade das declarações e garantias repetidas no fechamento, o fechamento exige a veracidade das declarações e garantias emitidas na data de assinatura. Por

---

<sup>197</sup> V., sobre esse ponto, ADAMS, Kenneth A. **The structure of M&A contracts**. [S.l.]: Thomson Reuters, 2016. p. 77.

um lado, porque é difícil que uma declaração e garantia relevante seja falsa na assinatura, mas a declaração e garantia correspondente repetida no fechamento seja verdadeira. Por outro lado, porque, nesse caso, não se vislumbra porque o comprador perderia o interesse em executar o negócio, pois o valor da empresa só teria oscilado para cima e a sua avaliação não teria sido falseada. A despeito disso, não é incomum que as partes incluam, como “condição” à transferência das participações societárias, também a veracidade das declarações e garantias prestadas na data de assinatura do contrato, como no seguinte exemplo:

4.2. Condições Precedentes da Compradora – Quotas A. As obrigações para a Compradora consumir a aquisição das Quotas A, conforme disposto nas Cláusulas 2.1 e 2.1.1, estão sujeitas ao cumprimento, ou à renúncia pela Compradora, conforme aplicável, até a Data do Primeiro fechamento, das seguintes condições (“Condições Precedentes da Compradora – Quotas A”): (...) (vi) as declarações e garantias prestadas pelas Vendedoras A nos termos da Cláusula 6.1 abaixo deverão ser verdadeiras, corretas, atualizadas e completas, tanto na data de assinatura deste Contrato como na Data do Primeiro Fechamento, como se tivessem sido emitidas na Data do Primeiro Fechamento (ou, se emitidas em relação a uma data específica, em tal data); (...).

Tem-se, por tudo o quanto exposto acima, que a função da cláusula de declarações e garantias quando acoplada à cláusula de exigências para o fechamento é a de proteger o comprador contra o risco de graves erros na avaliação da empresa ou alterações no seu valor, permitindo-lhe escapar da concretização da operação caso haja mudanças/descobertas entre a assinatura e o fechamento que suprimam o seu interesse na transação (mudanças/descobertas essas que, tecnicamente, impedirão as declarações e garantias repetidas na data de fechamento de serem verdadeiras)<sup>198</sup>. Por essa razão, denomina-se essa função da cláusula de declarações e garantias de assecuratória-liberatória<sup>199</sup>. Como outra face da moeda dessa proteção do compra-

---

<sup>198</sup> “The second general purpose of representations, from the purchaser’s viewpoint, is to set the stage for the purchaser to walk away from the deal if facts develop that make it unwise to consummate the acquisition. Although in most cases the purchaser has been able to make a preliminary investigation prior to signing the agreement (...), purchaser’s *definitive* investigation – the opening up of all seller’s doors and drawers – usually takes place *after* the agreement has been signed. If the agreement did not contain detailed representations by the seller, the subsequent discovery by the purchaser of adverse facts not rising to the level of fraud or clear materiality (...) might not relieve the purchaser of his obligation to close. The presence of multiple representations (...), coupled with the typical condition to purchaser’s obligation to close which restates the representations are true at closing, will provide the purchaser with an out under the agreement (...) if one or more significant representations prove to be incorrect” (FREUND, James C. **Anatomy of a merger**: strategies and techniques for negotiating corporate acquisitions. New York: Law Journal Press, 1975. p. 230-231). No mesmo sentido: RADJAI, Noradèle. Claims for breach of representations and warranties. In: POULTON, Edward (ed.). **Arbitration of M&A transactions**: a practical global guide. London: Globe Law and Business, 2014. p. 325-342. p. 327. Kenneth A. Adams é enfático sobre a importância desse direito do comprador: “being able to terminate a transaction before closing is as essential to the logic of an M&A contract as being able to consummate the transaction” (ADAMS, Kenneth A. **The structure of M&A contracts**. [S.l.]: Thomson Reuters, 2016. p. 99).

<sup>199</sup> Tratam da função da cláusula de declarações e garantias de fornecer ao comprador uma saída do negócio antes da execução da compra e venda, embora denominem-na de protetora: CITOLINO, Carolina Bosso. **Indenização pelo descumprimento da cláusula de declarações e garantias no Brasil**. 2013. Monografia (Pós-Graduação *Lato Sensu* em Direito) – Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, São Paulo, 2013. p. 57; CUNHA, Juliana Bonazza Teixeira da. **A qualificadora “no melhor conhecimento” em contratos de compra e venda de participação**

dor, o vendedor, além de poder ser prejudicado caso tenha propositalmente ocultados fatos ao prestar as declarações e garantias, tem alocado para si tanto o risco das eventuais modificações relevantes no valor da empresa<sup>200</sup>, quanto aquele da descoberta de fatos importantes não revelados nas declarações e garantias e que não eram do seu conhecimento<sup>201</sup>. No campo dessa alocação de riscos, eventuais qualificadoras de conhecimento podem ser muito relevantes. Se essas qualificadoras forem consideradas para fins da exigência para o fechamento (e é possível, embora raro, que não o sejam<sup>202</sup>), o risco assumido pelo vendedor será menor (e, por consequência, aquele tomado pelo comprador será maior)<sup>203</sup>.

### 3.3.2.3. Cláusula de declarações e garantias combinada com cláusula de indenização: a função assecuratória-reparatória

Regressando mais uma vez à figura do capítulo 3.3.2 acima, tem-se que a segunda principal ligação da cláusula de declarações e garantias é com a cláusula de indenização. Básica-

---

**societária.** 2016. Dissertação (Mestrado em Direito) – Escola de Direito de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2016. p. 15; e MENDES-MEDEIROS, Mariana. **Cláusulas de declarações e garantias:** nos contratos internacionais de aquisição de empresas ou ativos. 2006. Dissertação (Mestrado em Direito Internacional) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2006. p. 151-154. Ainda, falando em “função de garantia”: MARTINS-COSTA, Fernanda Mynarski. Ensaio sobre o descumprimento de cláusulas de declarações e garantias em alienações de participações societárias com fechamento diferido. *In:* TERRA, Aline de Miranda Valverde; GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz (coord.). **Inexecução das obrigações:** pressupostos, evolução e remédios. Rio de Janeiro: Editora Processo, 2020. v. 1, p. 741-762. p. 758.

<sup>200</sup> Em linha com a regra geral prevista no artigo 492 do Código Civil: “Art. 492. Até o momento da tradição, os riscos da coisa correm por conta do vendedor, e os do preço por conta do comprador”.

<sup>201</sup> GOMES, José Ferreira. **M&A:** aquisição de empresas e de participações sociais. Lisboa: AAFDL, 2022. p. 262; e MARTINS-COSTA, Fernanda Mynarski. **Execução diferida nos contratos de M&A.** São Paulo: Almedina, 2022. *E-book.* parte 1, cap. 2.1.2. Nesse ponto, vale mencionar que, por vezes, os contratos de compra e venda de participações societárias de controle contêm declaração e garantia de ausência de alterações/efeitos materiais adversos aliada à cláusula de exigências para o fechamento. Por meio dessa construção, conhecida no mercado como *back-door MAC*, amplia-se o risco alocado ao vendedor, que passa a responder não só por mudanças extremas na situação da sociedade dentro dos temas postos nas declarações e garantias, mas em geral. Nessa hipótese, os limites da definição de alteração/efeito material adverso costumam ser intensamente negociados (FELDMAN, Reid. Recent trends in European SPAs and comparisons with US practice. **Business Law International**, London, v. 17, n. 3, p. 217-231, 2016. p. 226-227). Os conceitos de alteração material adversa e de efeito material adverso ainda são objeto de discussão no Brasil, não sendo esta a seara adequada para adentrar-se as suas vicissitudes.

<sup>202</sup> “In some M&A contracts, it is specified in the bringdown condition that accuracy of the seller’s representation is to be determined without giving effect to (...) knowledge qualifications. (...) But such provisions are relatively rare (...)” (ADAMS, Kenneth A. **The structure of M&A contracts.** [S.l.]: Thomson Reuters, 2016. p. 84).

<sup>203</sup> Poder-se-ia pensar na possibilidade de a função assecuratória-liberatória ser engrandecida a ponto de permitir o desfazimento da transferência de participações societárias após a sua efetivação (por meio da combinação da cláusula de declarações e garantias com uma cláusula resolutiva expressa). A hipótese parece, contudo, apenas teórica. Na prática, o desfazimento de operações de transferência de controle societário é quase impossível, devido ao fato de o comprador tender a implementar toda sorte de alterações na sociedade/empresa após assumir as suas rédeas. Por essa razão, seria bastante inesperado que as partes previssem, no programa contratual, uma volta ao *status quo ante*. A confirmar essa impressão, verificou-se que nenhum dos 60 contratos analisados neste trabalho possui cláusula resolutiva expressa atrelada à cláusula de declarações e garantias. Por essa razão, essa situação não será explorada.

mente, as partes estipulam que o vendedor deverá reparar quaisquer prejuízos sofridos pelo comprador em decorrência de um fato que não se amolde às afirmações constantes da cláusula de declarações e garantias<sup>204</sup>. Vejam-se dois exemplos:

**6.1. Finalidade da Indenização dos Vendedores.** Os Vendedores, individual e solidariamente, concordam em indenizar e manter a Compradora, seus sócios, a Sociedade, antecessores, sucessores e cessionários (e seus respectivos diretores, conselheiros, empregados e agentes) isentos de quaisquer prejuízos, Passivos, reclamações, danos, ou gastos (incluindo custas processuais e honorários advocatícios e despesas razoáveis com contadores ou outros profissionais), exceto por aquilo que estiver devidamente refletido nas Demonstrações Financeiras (coletivamente, “**Prejuízo**” ou “**Prejuízos**”), sofridos ou incorridos como resultado de: (a) violação de qualquer das declarações ou garantias prestadas pelos Vendedores neste Contrato (...); (...).

Perdas significa, na medida em que haja um efetivo desembolso ou obrigação de efetuá-lo, todas as perdas, danos, responsabilidade pecuniária, custos e despesas, juntamente com todos os juros, correção monetária e multas aplicáveis, além de honorários, custas e demais despesas processuais razoáveis, sendo que em caso de processos judiciais, administrativos e arbitrais a obrigação de efetuar o desembolso somente nascerá por força de decisão final e irrecorrível nas esferas judicial, arbitral ou administrativa, conforme o caso.  
(...)

**8.1. Obrigação de Indenizar dos Vendedores.** Os Vendedores, de forma solidária, serão responsáveis perante a Compradora por defender, indenizar e isentar a Compradora e a Companhia (“Partes Indenizáveis da Compradora”) de quaisquer Perdas incorridas pelas Partes Indenizáveis da Compradora como resultado de: (i) qualquer inexactidão ou violação das declarações e garantias dos Vendedores prestadas neste Contrato; (...).

Como se depreende das disposições acima transcritas, as cláusulas de indenização dos contratos de compra e venda de participações societárias de controle ligadas à cláusula de declarações e garantias tendem a apresentar ao menos três aspectos mercedores de destaque. O primeiro deles consiste na estipulação de que prejuízos sofridos pela sociedade serão indenizáveis. Essa previsão é de fundamental importância, porque pode ser muito difícil para o comprador (e novo controlador) provar que sofreu danos em decorrência de eventos ocorridos no âmbito da sociedade. Afinal, como visto anteriormente, o detentor das participações societárias de controle não é proprietário da empresa nem do seu patrimônio, de forma que não experimenta dano direto quando, por exemplo, a sociedade é derrotada em um processo e condenada a realizar um pagamento. Abordando o tema diretamente, deixa-se de lado uma tortuosa discussão que muito provavelmente impediria o comprador de ser ressarcido por todas as despesas havidas pela sociedade. A segunda característica relevante é a indicação detalhada de todas as cate-

---

<sup>204</sup> Ao fim e ao cabo, a maior parte dos entraves enfrentados na negociação de contratos de compra e venda de participações societárias de controle pode ser resolvida financeiramente: “It may sound like the height of cynicism, but I am a firm believer in the ultimate solubility of most issues negotiated in an acquisition – by reducing to dollars what appear to be sacred principles” (FREUND, James C. **Anatomy of a merger: strategies and techniques for negotiating corporate acquisitions**. New York: Law Journal Press, 1975. p. 21).

gorias de gastos que deverão ser abrangidas pela indenização, de modo a deixar claros os limites da responsabilidade assumida pelo vendedor. O terceiro ponto, mencionado aqui apenas a título de esclarecimento, é a tendência de convencionar-se que serão indenizados os prejuízos decorrentes de (ou que sejam resultado de) falsidades nas declarações e garantias. Apesar dessa redação, não se trata, efetivamente, de uma relação de causa e efeito. A sociedade não experimenta uma despesa porque a declaração e garantia é falsa, mas porque tomou ou deixou de tomar determinada atitude no passado. Em termos mais precisos, o que efetivamente é indenizável é o prejuízo que seja consequência de uma situação de fato incongruente com uma declaração e garantia (em outras palavras, uma situação de fato cuja existência significa que uma declaração e garantia é falsa).

Também no âmbito da cláusula de indenização é possível que as partes empreguem a técnica da repetição das declarações e garantias no fechamento (real ou ficta). Aqui, como não se está mais no campo das exigências para o fechamento, a construção do texto tende a ser mais simples, sendo comum que apenas se desvie a abertura da cláusula de declarações e garantias ligeiramente do padrão para registrar a repetição. Uma vez repetidas as declarações e garantias, aquelas emitidas no fechamento estarão automaticamente abrangidas pelo dever de indenizar que, em regra, menciona falsidades das declarações e garantias em geral. Veja-se um exemplo de *caput* nesse formato, lembrando-se que a redação costuma ser pouco atenta à técnica, mencionando a manutenção da veracidade das declarações e garantias, e não a sua repetição no fechamento:

CLÁUSULA 4.1. *Declarações e Garantias dos Vendedores.* Pelo presente instrumento, os Vendedores declaram e garantem, em caráter solidário, à Compradora, que as seguintes declarações e garantias são verdadeiras, precisas, completas e válidas na data de celebração deste Contrato e permanecerão verdadeiras, completas e válidas até a Data de Fechamento, exceto por eventuais ajustes em decorrência da Cisão Parcial: (...).

A cláusula de indenização é quase sempre acompanhada de regras detalhadas sobre os procedimentos a serem seguidos quando do eventual surgimento de situação que possa vir a dar origem a uma obrigação de indenizar do vendedor, sendo comum prever-se, por exemplo, um dever do comprador de notificar tal circunstância ao vendedor, a forma como a sociedade será defendida em caso de demandas de terceiros, se o vendedor terá a obrigação de arcar com eventuais despesas incorridas no decorrer de processos (como na hipótese de exigência de depósito judicial) etc.

Na maior parte das vezes, estipula-se também um prazo de duração para a cláusula de indenização, podendo-se pensar em ao menos duas variações: é possível estabelecer-se que a situação capaz de gerar o prejuízo indenizável deve ocorrer dentro do prazo (por exemplo, a

instauração de um processo contra a sociedade calcado em um fato incongruente com as declarações e garantias), ou que o prejuízo em si deve ser concretizado nesse período (seguindo no mesmo exemplo, a sociedade precisaria ser condenada antes do escoamento do prazo). A primeira formulação pode ser bastante justificável em países como o Brasil, onde processos judiciais tendem a levar muitos anos para serem definitivamente julgados. Esse prazo costuma ser denominado de *survival period* das declarações e garantias<sup>205</sup>, porque, após o seu término, as declarações e garantias deixam de existir para fins indenizatórios<sup>206</sup>.

O dever de indenizar do vendedor ainda costuma ser submetido a limites, tanto máximos (teto de responsabilidade ou *cap*) quanto mínimos – aqui, há diferentes opções, como a fixação de um valor mínimo que cada pleito individual deve ter para ser indenizável (*de minimis* ou *threshold*) e a utilização das chamadas cestas (*baskets*), que são montantes que as demandas, em conjunto, devem atingir, antes de tornarem-se indenizáveis; ultrapassado esse valor, é possível que todo o prejuízo seja indenizável (*first dollar basket* ou *tipping basket*) ou que a indenização se limite ao que sobejar a cesta (*deductible basket* ou *non-tipping basket*)<sup>207</sup>. Duas ideias distintas estão por detrás dos diferentes tipos de cestas. No caso da *tipping basket*, a lógica é a de que as partes não devem se desgastar com discussões de pequeno valor. Assim, ultrapassada a barreira, não há razão para limitar-se a indenização devida ao comprador. Na hipótese da *non-tipping basket*, por sua vez, o racional é o de que existe uma margem aceitável de falsidade para as declarações e garantias, de modo que a eventual obrigação do vendedor de reparar o comprador não deve abranger essa parcela<sup>208</sup>. Nesse segundo sentido, pode-se considerar a cesta como uma espécie de qualificadora de materialidade geral<sup>209</sup>. Por essa razão, quando uma *non-tipping basket* é prevista, alguns compradores buscam negociar a desconsideração das qualificadoras de materialidade inseridas nas declarações e garantias para fins inde-

---

<sup>205</sup> COATES IV, John C. **Allocating risk through contract: evidence from M&A and policy implications**. Cambridge, 2012. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=2133343>. Acesso em: 31 mai. 2019. p. 54.

<sup>206</sup> A obrigação de indenizar do vendedor pode ser garantida tanto por meios tradicionais (i.e., por meio de garantias pessoais ou reais), quanto por meio da retenção de parte do preço pelo comprador ou pela sua manutenção em uma conta *escrow* durante o *survival period*.

<sup>207</sup> COATES IV, John C. op. cit. p. 10; GORESCU, Carla Pavesi. **Delimitação da indenização em operações de fusões e aquisições no Brasil**. São Paulo: Almedina, 2020. p. 34-35; RADJAI, Noradèle. Claims for breach of representations and warranties. In: POULTON, Edward (ed.). **Arbitration of M&A transactions: a practical global guide**. London: Globe Law and Business, 2014. p. 325-342. p. 336; e YOUNGBLOOD JR., D. Hull; FLOCOS, Peter N. Drafting and enforcing complex indemnification provisions. **The Practical Lawyer**, Philadelphia, v. 56, n. 4, p. 21-37, 2010. p. 30-31.

<sup>208</sup> THOMPSON, Robert (ed.). **Sinclair on warranties and indemnities on share and asset sales**. 11<sup>th</sup> ed. London: Sweet & Maxwell, 2020. p. 339-340.

<sup>209</sup> AGUAYO, Juan. **Las manifestaciones y garantías en el derecho de contratos español**. Pamplona: Editorial Aranzadi, 2011. *E-book*. cap. 2, item 3.1.1; e BATISTA, Ana Sofia et al. Private mergers and acquisitions: global trends in buyer protection. **International Law Practicum**, Albany, v. 26, n. 1, p. 59-70, 2013. p. 66.

nizatórios (*materiality scrape*)<sup>210</sup>. Caso contrário, na sua visão, haveria um duplo obstáculo de materialidade a ser superado antes de a reparação poder ser buscada<sup>211-212</sup>.

Além disso, muitos contratos contêm disposição estabelecendo que a indenização será a única via de reparação do comprador na hipótese de falsidade das declarações e garantias do vendedor – a chamada cláusula de *sole remedy* ou de remédio exclusivo<sup>213</sup>.

Por fim, é possível que o pacto regule os efeitos do eventual conhecimento do comprador acerca de falsidades nas declarações e garantias, por meio das chamadas cláusulas de *sandbagging* e *anti-sandbagging*. Basicamente, a cláusula de *sandbagging* prevê que o direito do comprador de ser indenizado por prejuízos sofridos em decorrência de situações de fato incongruentes com as declarações e garantias do vendedor não será afastado se o comprador tiver tido conhecimento, antes da assinatura do contrato e/ou do fechamento, da falsidade da declaração e garantia em questão, enquanto a cláusula de *anti-sandbagging* estipula o contrário. Apresenta-se, a seguir, um exemplo de cada uma dessas cláusulas, que serão rememoradas adiante<sup>214</sup>:

4.1.28. Nenhum conhecimento relativo à Sociedade (seja ele real, implícito ou atribuído), quer adquirido por meio do exercício de *due diligence* que a Compradora tenha realizado em relação à Sociedade, impede ou limita uma reivindicação pela Compradora e os Vendedores, desde que legalmente possível, concordam em não invocar o conhecimento da Compradora (seja ele real, implícito ou atribuído) de um fato ou circunstância que possa tornar uma declaração ou garantia falsa, imprecisa, incompleta ou enganosa como uma defesa a qualquer reivindicação.

5.14. Documentos Divulgados. As Partes declaram e reconhecem que todas as

---

<sup>210</sup> Veja-se um exemplo, que ainda abrange a desconsideração das qualificadoras de conhecimento: “9.1. Indenização das Partes Indenizadas da Compradora. A Vendedora deverá indenizar, defender e eximir a Compradora, suas Afiliadas (incluindo a Sociedade e as Subsidiárias após o Fechamento) e seus respectivos diretores, conselheiros, representantes, sucessores e cessionários (cada, uma ‘Parte Indenizada da Compradora’) de e contra todas e quaisquer perdas, danos, prejuízos, custos e despesas (incluindo custos e honorários advocatícios razoáveis) (conjuntamente, ‘Prejuízos’, e individualmente, ‘Prejuízo’) efetivamente sofridos, incorridos ou desembolsados por qualquer Parte Indenizada da Compradora como resultado de: (i) qualquer violação de quaisquer declarações e garantias feitas nos termos da Cláusula 8.1 ou subcláusulas, observado que eventuais qualificadores de materialidade, relevância e conhecimento contidos em tal Cláusula não serão considerados para fins de definição sobre se um determinado Prejuízo é indenizável nos termos deste Contrato (...)”.

<sup>211</sup> ADAMS, Kenneth A. **The structure of M&A contracts**. [S.l.]: Thomson Reuters, 2016. p. 94-96.

<sup>212</sup> Assim, é possível vislumbrar três delimitações usuais da cláusula de indenização: objetiva (categorias de danos), temporal (*survival period*) e quantitativa (*cap, basket* etc.), como afirma Vicente Gimeno Beviá (BEVIÁ, Vicente Gimeno. **Las condiciones en el contrato de compraventa de empresa**. Cizur Menor: Aranzadi, 2016. p. 363).

<sup>213</sup> Escapa ao objeto deste trabalho analisar os limites de eficácia dessa disposição contratual sob as normas de direito brasileiro, mas parece haver certa convergência no sentido de que ela não será eficaz nas hipóteses de dolo do vendedor, abordadas no capítulo 5.1.1.3 abaixo. Para uma análise do tema, confira-se SABADIN, Mariana Guerra. **Autonomia privada e licença para mentir**: uma investigação sobre a possibilidade de limitação contratual da responsabilidade por dolo. 2015. Dissertação (Mestrado em Direito) – Escola de Direito de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2015.

<sup>214</sup> O exemplo de cláusula de *anti-sandbagging* apresentado é apenas parcial, pois só inclui as informações que poderiam ser extraídas de um determinado conjunto de documentos, e não todas e quaisquer informações. Optou-se, contudo, por utilizá-lo, por ser o mais abrangente encontrado na amostra de contratos analisada neste trabalho.

informações documentadamente fornecidas pela [vendedora] à [compradora], notadamente os documentos e dados constantes da lista que forma o Anexo 5.14 (“Documentos Divulgados”), são partes integrantes e essenciais deste Contrato. Ainda que não expressamente referidos nos itens anteriores, os Documentos Divulgados integram, qualificam, ressalvam e limitam as declarações e garantias prestadas nesta Cláusula V.

Nesse formato – quando aliada à cláusula de indenização –, a cláusula de declarações e garantias também exerce a função de proteger o comprador contra os riscos de erro na avaliação da empresa e de mudança no seu valor, tanto para os casos menos graves surgidos entre a assinatura do contrato e o fechamento, quanto para aqueles que se revelarem apenas após a transferência das participações societárias. Munido dessa salvaguarda, o comprador pode ter a tranquilidade de que o seu patrimônio e o da sociedade serão reparados caso advenham situações de fato que não se amoldem ao quadro pintado nas declarações e garantias do vendedor – por óbvio, sempre dentro das delimitações acordadas pelas partes para a cláusula de indenização. Assim, circunscreve-se o universo de riscos assumidos pelo comprador ao tomar as rédeas da sociedade, alocando-se para o vendedor aqueles de perdas decorrentes de eventuais fatos dissonantes com aqueles descritos na cláusula de declarações e garantias. Por consequência, denomina-se essa função de assecuratória-reparatória<sup>215</sup>. Note-se que não se trata de uma mera atribuição de riscos ao vendedor, mas de verdadeira alocação de riscos<sup>216</sup>. Afinal, deixando às claras os riscos que está assumindo e bem delimitando-os por meio do desenho da cláusula de indenização, o vendedor também se vê menos sujeito a ser responsabilizado por algo que, seguindo o programa contratual acordado, não estava na sua esfera de imputação.

Vale pontuar que a eventual repetição das declarações e garantias no fechamento tem importantes efeitos nessa alocação de riscos. Quando emite as declarações e garantias na data de assinatura do contrato, o vendedor vale-se do seu conhecimento sobre a sociedade e de todas as informações produzidas durante a fase de negociações para circunscrever o risco assumido.

---

<sup>215</sup> Tratando da função assecuratória, embora não a subdivida em liberatória e reparatória: GREZZANA, Giacomo. **A cláusula de declarações e garantias em alienação de participação societária**. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 71-72.

<sup>216</sup> “[I]t is the combination of representations with specific indemnification clauses that is typically the principal way in which both misevaluation and value-shifting risks are allocated” (COATES IV, John C. **Allocating risk through contract: evidence from M&A and policy implications**. Cambridge, 2012. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=2133343>. Acesso em: 31 mai. 2019. p. 10). “It should never be forgotten, however, that the main purpose and effect of the warranties is to impose liability upon the vendors, and to provide the purchaser with a remedy if statements made about the company prove to be incorrect and, as a result, the value of the company is reduced. In effect, the warranties allocate risk, as between the vendors and the purchaser, in relation to the target company whose assets or shares are being purchased. To the extent that warranties are given, the vendors accept the potential liability if the warranties are breached; in so far as the warranties are not given, are restricted in their scope or disclosed against, the purchaser takes the risk. The negotiation of the warranties is often referred to as the ‘battle of the risks’ for this reason” (THOMPSON, Robert (ed.). **Sinclair on warranties and indemnities on share and asset sales**. 11<sup>th</sup> ed. London: Sweet & Maxwell, 2020. § 1-03).

Se aceita, contudo, repeti-las no fechamento, sem, obviamente, poder prever o que acontecerá, toma para si risco que, em grande parte, não pode controlar. Pense-se, por exemplo, numa declaração e garantia sobre a ausência de acidentes de trabalho. Se, entre a assinatura e o fechamento, ocorre um acidente desse tipo, o vendedor pode não ter saída, a não ser aguardar o pleito de indenização do comprador no futuro<sup>217</sup>. Por vezes, contudo, as partes estipulam algum direito do vendedor de atualizar as exceções às declarações e garantias junto com a sua repetição no fechamento, gerando uma nova oscilação nos pratos dessa delicada balança de alocação de riscos. Assim, apenas no caso concreto será possível averiguar exatamente qual foi a distribuição acordada.

Ainda no que diz respeito à alocação de riscos, há de esclarecer-se que não se trata mais – como no caso da função assecuratória-liberatória – dos riscos da existência de um fato incongruente com as declarações e garantias. É possível que um tal fato se revele e, não havendo prejuízo para o comprador nem para a sociedade, nada ocorrerá. Os riscos distribuídos por meio da função assecuratória-reparatória são aqueles dos eventuais danos decorrentes dessa situação de fato. Até porque seria uma contradição em termos falar em reparação se não existe prejuízo para ser reparado.

A função assecuratória-reparatória é a mais comumente atribuída pela doutrina para a cláusula de declarações e garantias<sup>218</sup> e realmente parece ser a mais proeminente. Dos 30 con-

---

<sup>217</sup> “[L]a ratificación tras la extensión temporal entre la firma y el cierre altera la relación de distribución de riesgos (...)” (BEVIÁ, Vicente Gimeno. **Las condiciones en el contrato de compraventa de empresa**. Cizur Menor: Aranzadi, 2016. p. 332). “D’autre part, on peut se demander si la convention de garantie doit figurer sur le contrat préparatoire (lettre d’intention, promesse de cession), sur le contrat de cession lui-même ou sur ces deux types de support, la convention de garantie étant alors réitérée au jour de la cession. Le souci des parties d’arrêter dès que possible les termes de leur opération conduit souvent à privilégier cette dernière formule. Celle-ci impose d’imputer à l’une ou l’autre des parties les conséquences négatives des événements qui pourraient découler ou survenir durant la période comprise entre la date du contrat préparatoire et la date de réalisation de la cession” (MOUSSE- RON, Pierre. **Les conventions sociétaires**. Paris: LGDJ, 2010. p. 142). “It is also appropriate, from the purchaser’s point of view, for the warranties to be extended to completion as the purchaser will wish to protect itself as far as possible against any changes occurring after contracts by passing the risk of them to the vendors” (THOMPSON, Robert (ed.). **Sinclair on warranties and indemnities on share and asset sales**. 11<sup>th</sup> ed. London: Sweet & Maxwell, 2020. p. 46).

<sup>218</sup> “The third purpose of representations is to lay the groundwork for indemnification, should it develop after the transaction has been closed that a representation was untrue” (FREUND, James C. **Anatomy of a merger: strategies and techniques for negotiating corporate acquisitions**. New York: Law Journal Press, 1975. p. 231). No mesmo sentido: RADJAI, Noradèle. Claims for breach of representations and warranties. In: POULTON, Edward (ed.). **Arbitration of M&A transactions: a practical global guide**. London: Globe Law and Business, 2014. p. 325-342. p. 327. Afirmando que as declarações e garantias são o principal instrumento de alocação de riscos do contrato de compra e venda de participações societárias de controle: CONFORTINI, Claudia. **Il governo dei rischi nella vendita di partecipazioni**. Milano: Giuffrè, 2020. p. 23. Abordando a função de alocação de riscos por meio de mecanismos indenizatórios: CITOLINO, Carolina Bosso. **Indenização pelo descumprimento da cláusula de declarações e garantias no Brasil**. 2013. Monografia (Pós-Graduação *Lato Sensu* em Direito) – Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, São Paulo, 2013. p. 57; CUNHA, Juliana Bonazza Teixeira da. **A qualificadora “no melhor conhecimento” em contratos de compra e venda de participação societária**. 2016. Dissertação (Mestrado em Direito) – Escola de Direito de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2016. p. 15 e 17-18 (utilizando a nomenclatura “função (...) de suporte”); EREDE, Sergio. I contenuti tipici dei contratti di compravendita interna-

tratos de alta complexidade analisados neste trabalho, todos contêm cláusula de indenização atrelada à de declarações e garantias. No grupo dos 30 contratos de baixa complexidade, 12 apresentam-na. Esse resultado não surpreende quando se constata que, nos Estados Unidos da América, a cláusula de declarações e garantias é atrelada à de indenização na quase integralidade dos casos (v. capítulo 4.1.3 abaixo).

Dois comentários adicionais sobre a função assecuratória-reparatória são pertinentes.

Em primeiro lugar, o fato de a cláusula de declarações e garantias preencher esse papel atribuído o poder de interferir na precificação das participações societárias. Apesar de ser comumente referida como um *non-pricing term* do contrato<sup>219</sup> e de haver discussões sobre o quanto a sua redação afeta diretamente a negociação do preço<sup>220</sup>, a verdade é que, ao fim e ao cabo, a função assecuratória-reparatória dessa disposição faz com que determinados valores saiam de uma mão e passem para outra<sup>221</sup>, em termos bastante diretos. Esse aspecto da cláusula de declarações e garantias não pode ser negligenciado pelas partes, sob pena de obterem resultados bem diversos dos esperados.

Em segundo lugar, optou-se por denominar essa função de assecuratória-reparatória (e não de assecuratória-indenizatória, por exemplo) porque, em tese, poderiam ser estipuladas outras formas de reparação para o caso de os riscos alocados para o vendedor se concretizarem, prejudicando o comprador ou a sociedade, que não a via indenizatória. Nesse sentido, Giacomo Grezzana aventa as hipóteses de ajuste de preço e de remediação *in natura*<sup>222</sup>. Conquanto haja

---

zionale di partecipazioni societarie: *representations, indemnities, legal opinions*. In: DRAETTA, Ugo (coord.). **Compravendite internazionali di partecipazioni societarie**. Milano: EGEA, 1990. p. 55-63. p. 55; GOMES, José Ferreira. **M&A: aquisição de empresas e de participações sociais**. Lisboa: AAFDL, 2022. p. 262; MENDES-MEDEIROS, Mariana. **Cláusulas de declarações e garantias: nos contratos internacionais de aquisição de empresas ou ativos**. 2006. Dissertação (Mestrado em Direito Internacional) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2006. p. 154-155 (denominando a função de probatória, palavra que não parece ser a mais esclarecedora para transmitir o propósito da disposição); e YOUNGBLOOD JR., D. Hull; FLOCOS, Peter N. Drafting and enforcing complex indemnification provisions. **The Practical Lawyer**, Philadelphia, v. 56, n. 4, p. 21-37, 2010. p. 22.

<sup>219</sup> V., a título de exemplo, a referência na nota de rodapé nº 30 acima.

<sup>220</sup> Mencionou-se, no capítulo 1.3 acima a existência de notícias de que diversos contratos de compra e venda de participações societárias de controle seriam negociados em duas etapas: os representantes das partes acertariam o preço primeiro, pelo menos em linhas gerais, enquanto a negociação do instrumento contratual seria deixada aos advogados, depois.

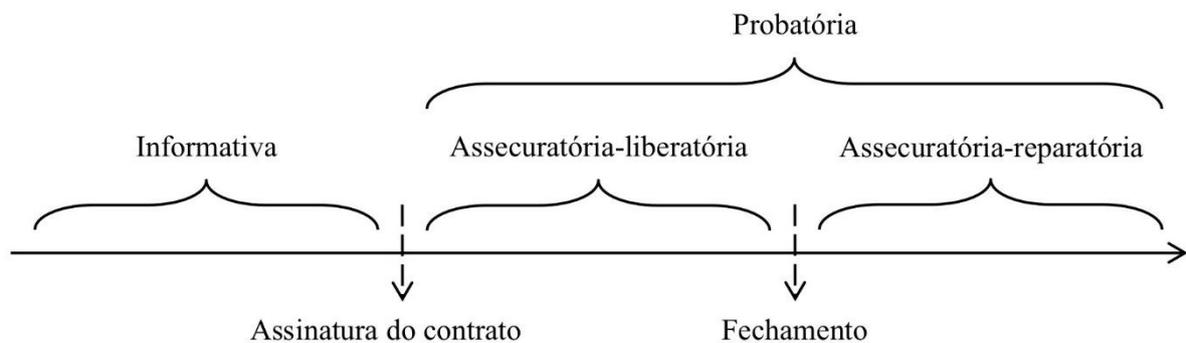
<sup>221</sup> “Secondly, these two types of clauses may constitute the basis for post-closing pay-outs if certain risk materializes. Their operation may change the bargain for the seller and the buyer. As much they are not ‘pricing’ terms, they seem to be related to the price because a design of the warranties or contractual indemnities may lead to post-closing payments altering the outcome of earlier business negotiations” (JASTRZEBSKI, Jacek. Value creation in negotiations of contractual warranties and indemnifications. **European Company and Financial Law Review**, Berlin, v. 16, n. 3, p. 273-309, 2019. p. 290-291). “It’s important for students to understand the risk allocation role of reps and warranties. They need to understand that even though they are not negotiating a provision that includes a dollar sign, in fact, they are negotiating money because they are negotiating the likelihood of being sued or being able to sue” (STARK, Tina L.; KUNEY, George W. Transactional skills training: contract drafting – the basics. **Transactions: The Tennessee Journal of Business Law**, Knoxville, v. 10, n. 3, p. 139-177, 2009. p. 168).

<sup>222</sup> GREZZANA, Giacomo. **A cláusula de declarações e garantias em alienação de participação societária**.

possibilidade de as partes articularem soluções desse tipo, trata-se de exemplos muito distantes da formatação socialmente típica da cláusula de declarações e garantias, que criariam situações bastante confusas, como advertido pelo próprio autor. Um eventual ajuste de preço, por exemplo, dependeria da avaliação do reflexo das despesas incorridas pela sociedade em razão do fato incongruente com as declarações e garantias no modelo matemático utilizado pelas partes para calcular o preço, que raras vezes é explicitado no contrato. Muitas despesas não geram esse reflexo, de modo que não teriam efeitos. A ideia de remediação *in natura*, da mesma forma, também só teria sentido para algumas declarações e garantias. Parece mais razoável (e comum) que as partes disponham sobre um acordo de ajuste de preço (ou até sobre uma eventual obrigação do vendedor de reparar diretamente algum bem da sociedade) diretamente, sem criar um emaranhado pouco claro com a cláusula de declarações e garantias. Por essa razão, conquanto admitidas em tese, essas possibilidades não serão exploradas adiante.

Isso posto, as funções passíveis de exercício pela cláusula de declarações e garantias podem ser assim representadas na sua relação com as diferentes fases perpassadas pelo contrato de compra e venda de participações societárias de controle:

Figura 2 – As funções da cláusula de declarações e garantias e as fases da contratação



Antes de encerrar-se este capítulo, devem-se fazer dois alertas finais sobre as funções desempenhadas pela cláusula de declarações e garantias no contrato de compra e venda de participações societárias de controle.

Enquanto, se autônoma, essa disposição exerce apenas a função probatória e, se combinada com a cláusula de exigências para o fechamento, sempre exerce a função assecuratória-liberatória, é possível que, no caso concreto: (i) as funções assecuratória-liberatória e assecuratória-reparatória sejam combinadas entre si e/ou com a probatória; e (ii) a despeito da existência

---

São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 208-214. O autor ainda trata da possibilidade de desfazimento do negócio, que também não será objeto deste trabalho, pelas razões expostas na nota de rodapé nº 203 acima.

de cláusula indenizatória, a função ainda seja a probatória, e não a assecuratória-reparatória – notadamente quando a intenção comum das partes não for a de alocar riscos, mas apenas a de fortalecer a função informativa, exercida antes da celebração do contrato. Essa questão será retomada adiante.

Além disso, deve-se admitir a possibilidade de as declarações e garantias não exercerem todas as mesmas funções. Contudo, nos casos – que são absoluta maioria – em que o regramento contratual é construído de forma única, há de se exigir prova convincente (e não meros indícios) para aceitar que, dentro desse regramento único, as partes pretendiam que as declarações e garantias exercessem funções diferentes umas das outras.

## 4. IMPORTAÇÃO: O BODE EXPIATÓRIO PARA PROBLEMAS CONGÊNITOS DA CLÁUSULA DE DECLARAÇÕES E GARANTIAS

Mencionou-se anteriormente que as declarações e garantias foram criadas nos países de origem anglo-saxã, notadamente na Inglaterra e nos Estados Unidos da América, onde receberam o nome de *representations and warranties* (ou apenas *reps and warranties*)<sup>223</sup>, tendo sido posteriormente espalhadas ao redor do mundo<sup>224</sup>.

É comum extrair-se, da leitura de textos de autores de países integrantes da chamada família jurídica de *civil law*, a impressão de que as dificuldades enfrentadas na compreensão e na aplicação da cláusula de declarações e garantias nessas localidades seriam consequência direta da sua “importação acrítica”<sup>225</sup>. Basicamente, transmite-se a ideia de que, como os instrumentos jurídicos existentes nos sistemas de *common law* são particulares, a mera reprodução do dispositivo contratual em pactos regidos por outras legislações seria a origem de toda sorte de dúvidas e impasses<sup>226</sup>.

Não se pode negar que a transposição de uma cláusula concebida sob um sistema jurí-

---

<sup>223</sup> Evandro Fernandes de Pontes parece ser o único a duvidar dessa premissa. O autor vislumbra na cláusula de declarações e garantias uma “força motriz” muito semelhante àquela dos “antigos juramentos” e do pacto adjeto. Mas, admite, ao final, que sua hipótese, “ainda que baseada em fortes evidências, não está suportada por uma afirmação autorizativa derradeira” (PONTES, Evandro Fernandes de. **Representations & warranties no direito brasileiro**. São Paulo: Almedina, 2014. p. 71-94). Feita essa ressalva, o presente trabalho presume a veracidade dessa informação, confirmada por diversas fontes, dentre as quais a *International Chamber of Commerce’s Commission on Commercial Practice*, formada por juristas da Itália, Turquia, Alemanha, França, Suécia, Reino Unido e Holanda (INTERNATIONAL CHAMBER OF COMMERCE, Commission on Commercial Practice. **ICC model mergers and acquisitions contract: I – share purchase agreement**. Paris: ICC Publishing S.A., 2004. p. 7-8).

<sup>224</sup> V., por exemplo, as referências da nota de rodapé nº 50 acima.

<sup>225</sup> A expressão é de: TELES, Antônio; DIAS, João Carmona. Garantia na alienação de empresas. In: CÂMARA, Paulo (coord.). **Aquisição de empresas**. Coimbra: Coimbra Editora, 2011. p. 65-105. p. 67. Nesse sentido: “A utilização de conceitos típicos da prática negocial anglo-saxônica – cuja influência se sente com particular intensidade no domínio das operações de aquisição de empresas – na redação de contratos de lei portuguesa, não deve, assim, ocorrer acriticamente: as profundas diferenças entre o ordenamento jurídico de origem dessas práticas negociais e o respectivo ordenamento de recepção levam a uma diminuição da operatividade desses conceitos e, no limiar, à insegurança quanto à interpretação do contrato e, conseqüentemente, quanto às posições jurídicas das partes contratantes” (CÂMARA, Paulo; BASTOS, Miguel Brito. O direito da aquisição de empresas: uma introdução. In: CÂMARA, Paulo (coord.). **Aquisição de empresas**. Coimbra: Coimbra Editora, 2011. p. 13-64. p. 39-40). Ainda no mesmo ponto, Giuditta Cordero-Moss vislumbra uma “poor coordination between the common law contract model and the civilian governing law” (CORDERO-MOSS, Giuditta. Introduction to Part 3. In: \_\_\_\_\_ (ed.). **Boilerplate clauses, international commercial contracts and the applicable law**. Cambridge: Cambridge University Press, 2011. p. 115-128. p. 115).

<sup>226</sup> “Essa estipulação assume a forma de cláusulas tipicamente conhecidas do jurista anglo-saxão: *representations, warranties, conditions* e *indemnities*. Ou seja, na prática do common law optou-se por contornar tais problemas usando o arsenal de que dispunha a cultura jurídica daqueles países: através de afirmações fáticas sobre a sociedade-alvo e sobre a participação societária. Tais fórmulas são, porém, estranhas ao direito brasileiro. (...) É preciso, assim, analisar quais as funções exercidas pela cláusula de declarações e garantias no direito brasileiro e como se relacionam com os institutos próprios à nossa cultura jurídica” (GREZZANA, Giacomo. **A cláusula de declarações e garantias em alienação de participação societária**. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 58).

dico para contratos celebrados sob a égide de outro pode exigir algum nível de compatibilização. Especialmente no que diz respeito à redação da estipulação sob análise, ver-se-á adiante que as confusões geradas pela expressão *representations and warranties* tendem a ser agravadas com a sua tradução literal para o português. Nada obstante, um exame atento das discussões que circundam a cláusula de declarações e garantias nos países em que foi concebida revela que vários dos problemas constatados no Brasil advêm da sua gênese – e não da sua importação. É para o que se pretende chamar a atenção com o presente capítulo.

#### 4.1. *Representations and warranties* no seu habitat natural

Com o objetivo de desvelar os principais problemas congênitos da cláusula de declarações e garantias, passa-se a examinar as *representations and warranties* no seu ambiente de origem.

##### 4.1.1. Pano de fundo

Tradicionalmente, tanto na Inglaterra quanto nos Estados Unidos da América, a negociação de contratos de compra e venda (em especial de imóveis) baseava-se no princípio do *caveat emptor*, segundo o qual cabe ao comprador ser diligente e inteirar-se das características e qualidades daquilo que pretende adquirir<sup>227</sup>. Por consequência, o vendedor não era obrigado a prestar informações ao comprador (em outras palavras, não era penalizado por deixar de compartilhar dados desfavoráveis sobre o imóvel)<sup>228</sup>.

Essa máxima vem sofrendo limitações, em especial desde meados do século passado<sup>229</sup>. Nesse sentido, por exemplo, na Inglaterra: (i) se sabe que o comprador compreendeu mal os termos da sua oferta, o vendedor tem a obrigação de informá-lo do seu erro (mas apenas e tão

---

<sup>227</sup> O princípio completo – *caveat emptor, qui ignorare non debuit quod jus alienum emit* – pode ser traduzido nos seguintes termos: “let a purchaser, who ought not to be ignorant of the amount and nature of the interest which he is about to buy, exercise proper caution” (BROOM, Herbert. **A selection of legal maxims**. 7<sup>th</sup> ed. Philadelphia: T. & J. W. Johnson & Co., 1874. p. 768).

<sup>228</sup> WEINBERGER, Alan M. Let the buyer be well informed? – doubting the demise of caveat emptor. **Maryland Law Review**, Baltimore, v. 55, n. 2, p. 387-424, 1996. p. 387-391.

<sup>229</sup> “Until the middle of the twentieth century, it was often said that parties to a contract had no duty at all to disclose information to each other” (CRASWELL, Richard. Taking information seriously: misrepresentation and nondisclosure in contract law and elsewhere. **Virginia Law Review**, Charlottesville, v. 92, n. 4, p. 565-632, 2006. p. 580). Contudo: “Even at the height of the freedom of contract doctrine, there were still significant restrictions on caveat emptor, and the law of fraud as a separate action, even in a commercial context, never disappeared” (LIPSHAW, Jeffrey M. Of fine lines, blunt instruments, and half-truths: business acquisition agreements and the right to lie. **Delaware Journal of Corporate Law**, Wilmington, v. 32, n. 2, p. 431-479, 2007. p. 470).

somente se o erro disser respeito à oferta); (ii) se prestou uma informação ao comprador e tomou ciência de que fatos posteriores tornaram-na falsa, o vendedor deve corrigi-la; (iii) da mesma forma, se, por meio de sua conduta, transmitiu uma impressão falsa ao comprador, o vendedor deve corrigi-la; e (iv) há dever de informar em contratos *uberimae fidei* ou em relações fiduciárias<sup>230</sup>. O panorama é similar nos Estados Unidos da América, onde as cortes reconhecem a existência de dever de informar (i) na presença de uma relação de confiança (não necessariamente fiduciária); (ii) sobre a incorreção de uma afirmação anterior; e (iii) quando uma das partes sabe que a outra está contratando com fundamento em uma suposição básica (*basic assumption*) errada<sup>231-232</sup>.

Vê-se que as exceções são circunscritas a situações específicas. A regra geral nas chamadas *arm's length transactions*<sup>233</sup> – como costuma ser o caso das operações de compra e venda de participações societárias de controle – continua a ser a de inexistência de dever de informar por parte do vendedor<sup>234</sup>.

As *representations and warranties* são reputadas consequência desse preceito<sup>235</sup>. Vi-

---

<sup>230</sup> MCKENDRICK, Ewan. **Contract law**. 12<sup>th</sup> ed. London: Palgrave, 2017. § 12.2-12.7; e PEEL, Edwin. **Treitel: the law of contract**. 14<sup>th</sup> ed. London: Sweet & Maxwell, 2015. § 9-137-9-158.

<sup>231</sup> FARNSWORTH, E. Allan. **Contracts**. 2<sup>nd</sup> ed. Boston: Little, Brown & Company, 1990. p. 254-255.

<sup>232</sup> Nos Estados Unidos da América (exceto em limitadas circunstâncias) as matérias de *contract law* e de *tort law* são de competência estadual (PHILLIPS, John; RUNNICLES, Julian; SCHWARTZ, Jeffery. Navigating transatlantic deals: warranties, disclosure and material adverse change. **Journal of Financial Regulation and Compliance**, Bingley, v. 15, n. 4, p. 472-481, 2007. p. 471-473). A exposição realizada neste capítulo baseia-se em trabalhos de autores estadunidenses que reportam linhas gerais sobre os temas abordados, mas é sempre necessário ressaltar a possibilidade de haver nuances diferentes na jurisprudência das cortes dos diversos estados. Assim, por exemplo, com relação ao dever de informar, o estado de Nova Iorque, especificamente, considera-o existente quando (i) uma parte faz uma afirmação parcial que requer esclarecimentos; (ii) uma parte possui conhecimento superior e inacessível à outra e sabe que ela está agindo com base em premissas falsas; e (iii) as partes estão em relação fiduciária ou confidencial (WEST, Glenn D.; LEWIS JR., W. Benton. Contracting to avoid extra-contractual liability – can your contractual deal ever really be the “entire” deal?. **The Business Lawyer**, Chicago, v. 64, n. 4, p. 999-1038, 2009. p. 1015). De qualquer modo, indicam-se no texto as ocasiões em que o entendimento citado é o de um determinado estado.

<sup>233</sup> “Said of a transaction negotiated by unrelated parties, each acting in his or her own self-interest; the basis for a fair market value determination. A transaction in good faith in the ordinary course of business by parties with independent interest” (BLACK, Henry Campbell. **Black's law dictionary**. 6<sup>th</sup> ed. St. Paul: West Publishing Co., 1990. p. 109).

<sup>234</sup> ADLER, Robert S.; MANN, Richard A. Good faith: a new look at an old doctrine. **Akron Law Review**, Akron, v. 28, n. 1, p. 31-52, 1995. p. 35; BRUNER, Robert F. **Applied mergers and acquisitions**. Hoboken: John Wiley & Sons, Inc., 2004. p. 223; FARNSWORTH, E. Allan. op. cit. loc. cit.; HARRISON, Christopher S. **Make the deal: negotiating mergers & acquisitions**. Hoboken: John Wiley & Sons, Inc., 2016. p. 9; MCKENDRICK, Ewan. op. cit. § 12.1; e PEEL, Edwin. op. cit. § 9-136.

<sup>235</sup> “During contract negotiations, a party is under no duty to disclose matters relating to the contract’s object and the representations and warranties clause is usually the occasion for the parties to list all information that they consider relevant, and where they expect the other party to assume responsibility. Without the representations and warranties clause, there would be no basis for a claim” (CORDERO-MOSS, Giuditta. Conclusion: the self-sufficient contract, uniformly interpreted on the basis of its own terms: an illusion, but not fully useless. In: \_\_\_\_\_ (ed.). **Boilerplate clauses, international commercial contracts and the applicable law**. Cambridge: Cambridge University Press, 2011. p. 344-373. p. 355-356). “Representations and warranties as used in the *common law* system reflect the belief that it is for the buyer to decide to what extent its interests should be protected in the event that the object sold is defective or has a lower value than expected. This belief is expressed in the Latin phrase

sando a proteger-se de surpresas desagradáveis, o comprador, ciente de que o vendedor não é (em geral) obrigado a fornecer-lhe informações, exige a inserção das circunstâncias consideradas relevantes para a celebração do contrato no próprio texto do instrumento.

Poder-se-ia imaginar que, dessa raiz, decorreria uma grande diferença entre a utilidade da cláusula de declarações e garantias nos seus países de origem e no Brasil, onde se reconhece a existência de um dever de informar na fase pré-contratual. Contudo, como se verá no capítulo 5.1.1.1 adiante, essa impressão não se confirma na prática.

#### 4.1.2. Conceitos jurídicos subjacentes

Exposto brevemente o cenário que deu origem às *representation and warranties*, cumpre agora examinar as figuras de direito estadunidense e inglês em torno das quais a disposição contratual foi estruturada – as *representations* e as *warranties*.

##### 4.1.2.1. *Representations e misrepresentations*

Nos Estados Unidos da América, no âmbito contratual, o termo *representation* carrega o seguinte significado: “Any statement express or implied made by one of two contracting parties to the other, before or at the time of making the contract, in regard to some past or existing fact, circumstance, or state of facts pertinent to the contract, which is influential in bringing

---

*caveat emptor*, meaning ‘let the buyer beware’. As a rule, there are no statutory provisions to cover this need in common law systems, save certain exceptions where the applicable law affords special protection to the buyer in a sales contract” (KALISZ, Beata Gessel-Kalinowska vel. Representations and warranties in cross-border mergers and acquisitions: the challenges of cultural diversity. **ICC International Court of Arbitration Bulletin**, Paris, v. 24, n. 1, p. 31-39, 2007. p. 32). “The particular need for express representations and warranties is explained by the very limited nature of any duty of disclosure in English law. Indeed, the general rule is that a person who is about to enter into a contract is under no duty to disclose material facts known to him or her but not to the other party” (PEEL, Edwin. The common law tradition: application of boilerplate clauses under English law. *In*: CORDERO-MOSS, Giuditta (ed.). **Boilerplate clauses, international commercial contracts and the applicable law**. Cambridge: Cambridge University Press, 2011. p. 129-178. p. 171-172). “*Caveat emptor* significa ‘o comprador que se acautele’, ou seja, o comprador tem o ônus de tomar as suas próprias cautelas quanto ao que compra, já que, na falta delas, ser-lhe-á em princípio negada a tutela *ex lege*. Ora, nos contratos de compra e venda de participações sociais essas ‘cauteladas’ resultam essencialmente das cláusulas de garantia (...)” (RUSSO, Fábio Castro. *Due diligence* e responsabilidade. *In*: VASCONCELOS, Pedro Pais de; ABREU, Jorge Manuel Coutinho de; DUARTE, Rui Pinto (org.). **I Congresso Direito das Sociedades em Revista**. Coimbra: Almedina, 2011. p. 13-26. p. 15). “The purchaser of the share capital, or business and assets, of a company receives very little protection under the law if the acquisition turns out to be not what was expected, unless there has been misrepresentation or fraud by the vendors. The concept is embodied in the somewhat dated Latin tag *caveat emptor*, which effectively means that it is for the purchaser to decide what protection it requires, and that it is not for the law to provide it. (...) It is therefore customary for the purchaser of a private company, or a business, to receive some form of assurance from the vendors as to the assets of the company or the business and, where the acquisition is for the shares of a company, as to the liabilities that attach to the target company” (THOMPSON, Robert (ed.). **Sinclair on warranties and indemnities on share and asset sales**. 11<sup>th</sup> ed. London: Sweet & Maxwell, 2020. §1-01-1-02).

about the agreement”<sup>236</sup>.

A *representation* situa-se, portanto, no campo da formação da vontade das partes. Trata-se de uma declaração (em sentido amplo, expressa ou implícita) de um fato passado ou presente, por meio da qual um dos contratantes induz o outro a celebrar a avença. Se a declaração é falsa, há *misrepresentation* do emissor.

A doutrina estadunidense diferencia três categorias de *misrepresentations*. A mais grave – a fraudulenta – abrange aquelas formuladas com consciência da falsidade e com intenção de enganar a contraparte, sendo que o primeiro desses requisitos é denominado *scienter* e considera-se preenchido se o emissor (i) sabe que a *representation* é falsa; (ii) acredita que a *representation* é falsa; (iii) infere que a *representation* possui um determinado embasamento (como, por exemplo, uma investigação) e isso não é verdade; ou (iv) não confia na informação e ainda assim opta por, imprudentemente, realizar a *representation*<sup>237</sup>. As demais classes de *misrepresentations* são a negligente e a inocente<sup>238</sup>. As penalidades variam ligeiramente em cada uma das situações, mas sua aplicação sempre depende da materialidade da *misrepresentation* (i.e., da sua capacidade de induzir uma pessoa razoável, ou aquela pessoa específica, se as suas peculiaridades são conhecidas pelo emissor, a contratar) e da confiança justificada do receptor no seu conteúdo<sup>239</sup>.

Em todas as hipóteses, a parte prejudicada pode, com fundamento na *contract law*, escolher repudiar (*disaffirm*) o contrato, pleiteando sua anulação (*rescission*) e a restituição dos valores pagos (ou das coisas entregues ou do seu equivalente pecuniário)<sup>240</sup>, desde que não o tenha confirmado (*affirmed*) antes, expressa ou implicitamente, nem tenha deixado transcorrer um período irrazoável após tomar conhecimento da falsidade da *representation*<sup>241</sup>. Adicional-

---

<sup>236</sup> BLACK, Henry Campbell. **Black’s law dictionary**. 6<sup>th</sup> ed. St. Paul: West Publishing Co., 1990. p. 1301.

<sup>237</sup> FARNSWORTH, E. Allan. **Contracts**. 2<sup>nd</sup> ed. Boston: Little, Brown & Company, 1990. p. 257-258.

<sup>238</sup> Em geral, a *misrepresentation* é negligente quando formulada sem o exercício do padrão de “care or competence of a reasonable person communication information”, em uma negociação na qual o emissor possui interesse pecuniário (CUMMING, Elizabeth. Balancing the buyer’s right to recover for precontractual misstatements and the seller’s ability to disclaim express warranties. **Minnesota Law Review**, Minneapolis, v. 76, n. 5, p. 1189-1218, 1992. p. 1198-1199). No entanto, o escopo das *misrepresentations* negligentes varia de estado para estado (WEST, Glenn D.; LEWIS JR., W. Benton. Contracting to avoid extra-contractual liability – can your contractual deal ever really be the “entire” deal?. **The Business Lawyer**, Chicago, v. 64, n. 4, p. 999-1038, 2009. p. 1016).

<sup>239</sup> CALAMARI, John D.; PERILLO, Joseph M.; BENDER, Helen Hadjiyannakis. **Cases and problems on contracts**. 2<sup>nd</sup> ed. St. Paul: West Publishing Co., 1989. p. 343-347; CUMMING, Elizabeth. op. cit. p. 1197; e FARNSWORTH, E. Allan. op. cit. p. 258-263.

<sup>240</sup> “Rescission necessarily involves a repudiation of the contract, but goes a step further in undoing the contract entirely, restoring both parties to the positions they would have had if no contract ever was made” (HUNTER, Howard O. **Modern law of contracts: breaches and remedies**. Boston: Warren, Gorham & Lamont, 1986. § 3.02[4]). Além disso: “rescissory damages awarded where rescission is not possible could exceed the agreed upon caps on contractual damages set forth in the written agreement” (WEST, Glenn D.; LEWIS JR., W. Benton. op. cit. p. 1017).

<sup>241</sup> FARNSWORTH, E. Allan. **Contracts**. 2<sup>nd</sup> ed. Boston: Little, Brown & Company, 1990. p. 247 e 269-272 (“Affirmance may be express or by conduct inconsistent with disaffirmance, for example, by the recipient’s use

mente, é-lhe dado buscar ressarcimento por danos sofridos, com fundamento na responsabilidade do emissor da *misrepresentation* por *tort*<sup>242</sup>. Como o embasamento do pleito indenizatório é extracontratual, exclusões e limitações de responsabilidade estabelecidas no contrato podem ser desconsideradas (em especial no caso de a *misrepresentation* ser fraudulenta). Os seguintes parâmetros circunscrevem essa reparação:

- (i) *misrepresentation* fraudulenta (*tort of deceit*): o prejudicado tem direito de receber *compensatory damages* (indenização necessária para neutralizar o dano sofrido), bem como, em alguns casos, *punitive damages* (acréscimo que visa a penalizar o infrator); os *compensatory damages* são calculados de acordo com a *benefit-of-the-bargain rule* (diferença entre o valor real do bem recebido e o valor que o bem teria se a informação fornecida fosse verdadeira) ou com a *out-of-pocket rule* (diferença entre o preço pago e o valor real do bem recebido), a depender da jurisdição;
- (ii) no caso de *misrepresentation* negligente (*tort of negligent misrepresentation*), também são devidos *compensatory damages*, calculados conforme a *out-of-pocket rule*; e
- (iii) no caso de *misrepresentation* inocente (*tort of innocent misrepresentation*, reconhecido apenas em alguns estados), podem caber *compensatory damages*, a depender da jurisdição, calculados segundo a *out-of-pocket rule*<sup>243</sup>.

Em parte dos estados (Texas e Delaware, por exemplo), uma *tort claim* por *misrepresentation* é aceita mesmo se a afirmação em questão foi incorporada ao contrato (por meio, por

---

of property obtained under the contract as though it was his own or by commencement of an action in tort for damages based on the misrepresentation. In order not to do too much violence to the principle of mutuality of obligation, the recipient is also precluded from avoiding the contract if the has failed to disaffirm within a reasonable time after discovering the falsity of the representation”).

<sup>242</sup> “[T]he common law of torts [is] the body of law that governs civil liability for the negligent or intentional infliction of harm to persons or property” (WEST, Glenn D.; LEWIS JR., W. Benton. Contracting to avoid extra-contractual liability – can your contractual deal ever really be the “entire” deal?. **The Business Lawyer**, Chicago, v. 64, n. 4, p. 999-1038, 2009. p. 1005).

<sup>243</sup> CUMMING, Elizabeth. Balancing the buyer’s right to recover for precontractual misstatements and the seller’s ability to disclaim express warranties. **Minnesota Law Review**, Minneapolis, v. 76, n. 5, p. 1189-1218, 1992. p. 1197-1206; PHILLIPS, John; RUNNICLES, Julian; SCHWARTZ, Jeffery. Navigating trans-atlantic deals: warranties, disclosure and material adverse change. **Journal of Financial Regulation and Compliance**, Bingley, v. 15, n. 4, p. 472-481, 2007. p. 475; e WEST, Glenn D.; LEWIS JR., W. Benton. op. cit. p. 1016-1017. Sobre os conceitos relacionados aos limites e aos cálculos da indenização mencionados no texto: “Compensatory damages are such as will compensate the injured party for the injury sustained, and nothing more; such as will simply make good or replace the loss caused by the wrong or injury. (...) Compensatory or actual damages consist of both general and special damages. General damages are the natural, necessary, and usual result of the wrongful act or occurrence in question. Special damages are those ‘which are the natural, but not the necessary and inevitable result of the wrongful act’”. *Punitive damages* são adicionados ao valor necessário para ressarcir a parte prejudicada, visando a punir a parte infratora pelo seu comportamento (BLACK, Henry Campbell. **Black’s law dictionary**. 6<sup>th</sup> ed. St. Paul: West Publishing Co., 1990. p. 390 et seq. e 1102). A *benefit-of-the-bargain rule* protege a expectativa da parte prejudicada (*expectation interest*), colocando-a na situação em que estaria se a *misrepresentation* fosse verdadeira, enquanto a *out-of-pocket rule* protege a sua confiança (*reliance interest*), compensando-lhe as perdas sofridas em decorrência de ter acreditado na *misrepresentation* (MACAULAY, Stewart et al. **Contracts: law in action**. Charlottesville: The Michie Company, 1995. v. 1. p. 644).

exemplo, da cláusula de *representations and warranties*). Nesse caso, a parte prejudicada pode optar por essa via, ou por aquela dos remédios da *contract law* (abordados adiante ao tratar-se das *warranties*). No entanto, em outros estados (dentre os quais Nova Iorque), a *misrepresentation* somente pode embasar uma *tort claim* se é colateral ou alheia aos termos do pacto celebrado pelas partes<sup>244</sup>.

Na Inglaterra, semelhantemente ao que ocorre nos Estados Unidos da América, são difundidas as seguintes concepções de *representation* e *misrepresentation*: “A representation (...) is a statement of fact which induces the other party to enter into a contract or otherwise act to his detriment”. “A misrepresentation may be defined as an unambiguous, false statement of fact or law which is addressed to the party misled, (...) and which induces the contract”<sup>245</sup>.

O receptor de uma *misrepresentation* sempre pode buscar a anulação (*rescission*) do contrato, havendo discussões entre os ingleses sobre se esse é um *contractual remedy* ou um *restitutionary remedy*. Contudo, esse direito é afastado quando as partes não podem ser recolocadas no *status quo ante* ou quando o receptor toma ações que efetivamente confirmam o contrato após tomar conhecimento da *misrepresentation* (por meio, por exemplo, da continuidade da condução dos negócios da sociedade cujo controle adquiriu)<sup>246</sup>. Ainda que o pleito de anulação seja aceitável, o órgão julgador possui discricionariedade para decidir conceder uma indenização no seu lugar (*damages in lieu of rescission*)<sup>247</sup>.

Há quatro espécies de *misrepresentations*, sendo aquela prevista no artigo 2(1) do *Mis-*

---

<sup>244</sup> WEST, Glenn D.; LEWIS JR., W. Benton. Contracting to avoid extra-contractual liability – can your contractual deal ever really be the “entire” deal?. **The Business Lawyer**, Chicago, v. 64, n. 4, p. 999-1038, 2009. p. 1014; e *Benchmark Electronics, Inc. v. J. M. Huber Corp.*, 343 F.3d 719, 723 (5<sup>th</sup> Cir. 2003), que traz o seguinte trecho: “Although, under the Stock Purchase Agreement’s disclaimer, precontractual misrepresentations (...) are not actionable by Benchmark, Texas law permits its allegations of fraudulent inducement or fraud arising from false representations contained in the contract to go forward. Under Texas law, ‘tort damages are recoverable for a fraudulent inducement claim irrespective of whether the fraudulent representations are later subsumed in a contract (...)’. (...) To the extent, therefore, that Benchmark bases its common law and statutory fraud claims on representations warranted in the Agreement, Texas law allows such claims”.

<sup>245</sup> MCKENDRICK, Ewan. **Contract law**. 12<sup>th</sup> ed. London: Palgrave, 2017. § 13.1 e 13.2. Antigamente, era frequente a afirmação de que a *misrepresentation* também tinha que ser material. Contudo, o requisito da materialidade acabou misturando-se com o da indução a contratar, de modo que, hoje, as cortes tendem a inferir a indução da materialidade, de modo que a materialidade deixou de ser um elemento em si própria e passou a ser parte da investigação sobre o fato de o contrato ter sido induzido pela *misrepresentation* (id. op. cit. § 13.5).

<sup>246</sup> Id. op. cit. § 8.5, 13.7 e 13.8; PEEL, Edwin. **Treitel: the law of contract**. 14<sup>th</sup> ed. London: Sweet & Maxwell, 2015. § 9-089; e THOMPSON, Robert (ed.). **Sinclair on warranties and indemnities on share and asset sales**. 11<sup>th</sup> ed. London: Sweet & Maxwell, 2020. § 3-04. A *rescission* tem efeitos retroativos (tudo deverá se passar como se o contrato jamais tivesse sido celebrado).

<sup>247</sup> Cf. artigo 2(2) do *Misrepresentation Act 1967*: “Where a person has entered into a contract after a misrepresentation has been made to him otherwise than fraudulently, and he would be entitled, by reason of the misrepresentation, to rescind the contract, then, if it is claimed, in any proceedings arising out of the contract, that the contract ought to be or has been rescinded, the court or arbitrator may declare the contract subsisting and award damages in lieu of rescission, if of opinion that it would be equitable to do so, having regard to the nature of the misrepresentation and the loss that would be caused by it if the contract were upheld, as well as to the loss that rescission would cause to the other party”.

*representation Act 1967* a mais relevante para a presente análise, por relacionar-se especificamente com a celebração de contratos<sup>248</sup>:

2 Damages for misrepresentation.

(1) Where a person has entered into a contract after a misrepresentation has been made to him by another party thereto and as a result thereof he has suffered loss, then, if the person making the misrepresentation would be liable to damages in respect thereof had the misrepresentation been made fraudulently, that person shall be so liable notwithstanding that the misrepresentation was not made fraudulently, unless he proves that he had reasonable ground to believe and did believe up to the time the contract was made the facts represented were true.

Como se vê, as *misrepresentations* feitas por um contratante ao outro recebem o mesmo tratamento daquelas fraudulentas (correspondentes ao *tort of deceit*), de modo que o seu receptor tem o direito de ser ressarcido pelos danos sofridos em decorrência de ter depositado confiança na informação recebida, com fundamento na responsabilidade do emissor por *tort*. A reparação é calculada com base no *reliance interest* (pretende-se colocar o receptor na posição em que estaria se não tivesse recebido a informação falsa) e inclui *consequential damages* (todos os prejuízos que decorrem diretamente do ato ilícito, sem importar se o infrator poderia ou não os ter previsto), sendo ainda possível a desconsideração de limitações contratuais de responsabilidade<sup>249</sup>. Por fim, a doutrina inglesa majoritária entende que uma *misrepresentation* inserida no contrato pode ser considerada também uma *misrepresentation* pré-contratual. Nessa hipótese, é plausível que a parte prejudicada também tenha a opção de escolher a via da indenização por *breach of contract*, de acordo com as regras indicadas abaixo para a violação de uma *warranty*<sup>250</sup>.

Percebe-se que há diversos resultados aceitáveis, a depender do caso concreto, o que

---

<sup>248</sup> As outras três espécies de *misrepresentation* são: (i) *fraudulent misrepresentation* (feita com conhecimento da falsidade, sem confiança na veracidade ou imprudentemente, sem preocupação com a veracidade ou a falsidade); (ii) *negligent misrepresentation* (“made carelessly and in breach of a duty owed by the representor to the representee to take reasonable care that the representation is accurate”); e (iii) *innocent misrepresentation* (MCKENDRICK, Ewan. **Contract law**. 12<sup>th</sup> ed. London: Palgrave, 2017. § 13.6; e PEEL, Edwin. **Treitel: the law of contract**. 14<sup>th</sup> ed. London: Sweet & Maxwell, 2015. § 9-032 et seq.).

<sup>249</sup> Aplica-se, nesse ponto, o artigo 3 do *Misrepresentation Act 1967*: “If a contract contains a term which would exclude or restrict (a) any liability to which a party to a contract may be subject by reason of any misrepresentation made by him before the contract was made; or (b) any remedy available to another party to the contract by reason of such a misrepresentation, that term shall be of no effect except in so far as it satisfies the requirement of reasonableness as stated in section 11(1) of the M1 Unfair Contract Terms Act 1977; and it is for those claiming that the term satisfies that requirement to show that it does”.

<sup>250</sup> KALISZ, Beata Gessel-Kalinowska vel. Representations and warranties in cross-border mergers and acquisitions: the challenges of cultural diversity. **ICC International Court of Arbitration Bulletin**, Paris, v. 24, n. 1, p. 31-39, 2013. p. 35-37; MCKENDRICK, Ewan. op. cit. § 8.5, 13.7 e 13.9; PEEL, Edwin. The common law tradition: application of boilerplate clauses under English law. In: CORDERO-MOSS, Giuditta (ed.). **Boilerplate clauses, international commercial contracts and the applicable law**. Cambridge: Cambridge University Press, 2011. p. 129-178. p. 172-173; e PEEL, Edwin. **Treitel: the law of contract**. 14<sup>th</sup> ed. London: Sweet & Maxwell, 2015. § 9-009, 9-050, 9-062 e 9-065.

parece ser consequência da posição peculiar da *misrepresentation* no direito inglês. Como destacado por um autor: “misrepresentation lies on the boundary of contract, tort and restitution (or unjust enrichment)”<sup>251</sup>.

Depreende-se, da análise realizada até aqui, que, conquanto não reconheçam a existência de um dever de informar na fase pré-contratual, tanto os Estados Unidos da América quanto a Inglaterra punem quem induz alguém a contratar por meio de afirmações falsas<sup>252</sup>. Em outras palavras, impõem uma espécie de dever de verdade.

#### 4.1.2.2. *Warranties e breaches*

Nos Estados Unidos da América, a *warranty* é um termo do contrato<sup>253</sup> – não se situa, portanto, no campo da formação da vontade das partes, mas sim no âmbito do pacto efetivamente celebrado – e recebe a seguinte definição<sup>254-255</sup>:

A promise that a proposition of fact is true. (...) An assurance by one party to agreement of existence of fact upon which other party may rely. It is intended

---

<sup>251</sup> MCKENDRICK, Ewan. **Contract law**. 12<sup>th</sup> ed. London: Palgrave, 2017. § 13.1.

<sup>252</sup> “Although English law does not recognise the existence of a general duty to disclose information during the process of contractual negotiation, the process of contractual negotiation is not left unregulated. Rather, a duty is imposed not to make any false statements of fact or law to the other contracting party and thereby to induce him to enter into the contract” (MCKENDRICK, Ewan. op. cit. loc. cit). “The public policy against fraud is a strong and venerable one that is largely founded on the societal consensus that lying is wrong. Not only that, it is difficult to identify an economically-sound rationale for permitting a seller to deny the remedy of rescission to a buyer when the seller is proven to have induced the contract’s formation or closing by lying (...)” (*Abry Partners V, Lp v. F&W Acquis. LLC*, 891 A.2d 1032 (Del. Ch. 2006)). “In a system of contract law based on supposedly informed assent, it is in the interest of society as well as of the parties to discourage misleading conduct in the bargaining process. To this end both tort and contract law provide remedies for misrepresentation” (FARNSWORTH, E. Allan. **Contracts**. 2<sup>nd</sup> ed. Boston: Little, Brown & Company, 1990. p. 246-247).

<sup>253</sup> Ao menos as *express warranties*, que interessam ao presente estudo (SUMMERS, Robert S.; HILLMAN, Robert A. **Contract and related obligation: theory, doctrine and practice**. 4<sup>th</sup> ed. St. Paul: West Group, 2001. p. 173).

<sup>254</sup> BLACK, Henry Campbell. **Black’s law dictionary**. 6<sup>th</sup> ed. St. Paul: West Publishing Co., 1990. p. 1586. Infere-se, dessa definição, a particularidade das *warranties* quando comparadas com outros termos do contrato, que é destacada por Jacek Jastrzębski: “While warranties are promises from the point of view of contract law, their nature is different from what we would call a ‘promise’ within a common sense of this word. Technically, by making a warranty the warrantor does not promise to achieve a specific state of affairs. This is particularly clear if it relates to past or present circumstances. The warrantor merely undertakes to be liable if this state of affair does not exist. (...) On the one hand, because it is a contractual promise, an express warranty gives rise to a primary obligation. On the other hand, however, since warranties typically relate to past or present events, there can be no performance under this primary obligation other than damages. Hence, the warranty is a strange form of promise as it relates to past or present events that cannot become the object of a performance obligation. The seller’s only promise is to be liable” (JASTRZĘBSKI, Jacek. “Sandbagging” and the distinction between warranty clauses and contractual indemnities. **UC Davis Business Law Journal**, Davis, v. 19, n. 2, p. 207-251, 2019. p. 231).

<sup>255</sup> Vale destacar que, na realidade, a palavra *warranty* possui diversos significados no direito contratual estadunidense, sendo aquele mencionado no texto apenas um deles: “The use of the word ‘warranty’ in contract law can be confusing. It is sometimes used in the sense of a promise or a covenant to accomplish a task or to produce goods. At other times, it is used to convey the sense of a guarantee of truthfulness, especially when it is used together with the word ‘representation’ (...). In its most common application, the word ‘warranty’ is used to describe the quality or quantity of goods delivered in a typical chattel sale” (HUNTER, Howard O. **Modern law of contracts: breaches and remedies**. Boston: Warren, Gorhan & Lamont, 1986. § 4.01).

precisely to relieve promisee of any duty to ascertain facts for himself, and amounts to promise to indemnify promisee for any loss if the fact warranted proves untrue.

Se o fato descrito na *warranty* não se verifica na realidade, ocorre uma *breach of warranty*. Em princípio, a situação deveria receber o mesmo tratamento de qualquer outro descumprimento contratual (*breach of contract*), de modo que a responsabilidade do emissor independe da sua intenção ao formular a *warranty* ou de critérios de materialidade. No entanto, as cortes estaduais possuem posições bastante diversas sobre a necessidade ou não de o receptor da *warranty* comprovar sua confiança (*reliance*) na veracidade do fato em questão no momento da contratação para que o emissor seja responsabilizado<sup>256</sup>. Essa divergência será detalhada no capítulo 4.1.4 abaixo, dedicado à questão do *sandbagging*.

Em regra, a solução para a parte prejudicada é propor uma ação por *damages*, pois a resolução (*termination*) do contrato só é autorizada em casos muito excepcionais, quando a *breach of warranty* é suficiente para corresponder a uma *material breach of contract*<sup>257</sup>. A indenização é calculada de acordo com a *benefit-of-the-bargain rule*, visando a proteger a expectativa do receptor da *warranty* e a colocá-lo na posição em que estaria se a violação não tivesse ocorrido. A inclusão de *consequential damages* (danos não decorrentes diretamente do descumprimento, mas que podiam ser esperados como resultado provável) é cabível. Não se pretende, contudo, ir além, punindo o emissor pelo descumprimento ou colocando o receptor em uma situação melhor do que a que resultaria da performance do contrato. Também são excluídas as perdas que poderiam ter sido evitadas pela parte prejudicada. Por fim, eventuais limites de responsabilidade estabelecidos no contrato são respeitados<sup>258</sup>.

---

<sup>256</sup> CUMMING, Elizabeth. Balancing the buyer's right to recover for precontractual misstatements and the seller's ability to disclaim express warranties. **Minnesota Law Review**, Minneapolis, v. 76, n. 5, p. 1189-1218, 1992. p. 1193-1194; PHILLIPS, John; RUNNICLES, Julian; SCHWARTZ, Jeffery. Navigating trans-atlantic deals: warranties, disclosure and material adverse change. **Journal of Financial Regulation and Compliance**, Bingley, v. 15, n. 4, p. 472-481, 2007. p. 477-479; SUMMERS, Robert S.; HILLMAN, Robert A. **Contract and related obligation: theory, doctrine and practice**. 4<sup>th</sup> ed. St. Paul: West Group, 2001. p. 184; e WEST, Glenn D.; LEWIS JR., W. Benton. Contracting to avoid extra-contractual liability – can your contractual deal ever really be the “entire” deal?. **The Business Lawyer**, Chicago, v. 64, n. 4, p. 999-1038, 2009. p. 1008-1009.

<sup>257</sup> O critério de materialidade é subjetivo, sendo uma *breach of contract* considerada *material* se for “significant enough to amount to the nonoccurrence of a constructive condition of exchange” (FARNSWORTH, E. Allan. **Contracts**. 2<sup>nd</sup> ed. Boston: Little, Brown & Company, 1990. p. 638).

<sup>258</sup> CUMMING, Elizabeth. op. cit. p. 1194-1195; FARNSWORTH, E. Allan. op. cit. p. 871-875; MACNEIL, Ian R.; GUDEL, Paul J. **Contracts: exchange transactions and relations**. 3<sup>rd</sup> ed. New York: Foundation Press, 2001. p. 1008; MACAULAY, Stewart et al. **Contracts: law in action**. Charlottesville: The Michie Company, 1995. v. 1. p. 36 e 116; e WEST, Glenn D.; LEWIS JR., W. Benton. op. cit. p. 1017. Sobre a delimitação dos *consequential damages*: “Consequential damages resulting from a seller's breach of contract include any loss resulting from general or particular requirements and needs of which the seller at the time of contracting had reason to know and which could not reasonably be prevented by cover or otherwise, and injury to person or property proximately resulting from any breach of warranty” (BLACK, Henry Campbell. **Black's law dictionary**. 6<sup>th</sup> ed. St. Paul: West Publishing Co., 1990. p. 390).

Da mesma forma, na Inglaterra, a *warranty* é considerada um termo contratual, por trás do qual se encontra o seguinte conceito: “the purchaser should receive compensation for any loss of bargain it may suffer as a result of a breach of the warranties”. Assim, a sua falsidade corresponde a uma *breach of contract*, independentemente da culpa do emissor. Nesse caso, em princípio, a parte prejudicada tem direito a *damages* em valor suficiente para colocá-la na posição em que estaria se o acordo tivesse sido cumprido (*loss of bargain*), mas as partes são livres para restringir contratualmente essa responsabilidade<sup>259</sup>. Salvo situações muito excepcionais, não há direito de resolver a avença<sup>260</sup>. Também na Inglaterra há discussões sobre os efeitos do eventual conhecimento do receptor da *warranty* acerca da sua falsidade no momento da celebração do contrato, que serão reportadas adiante, no capítulo 4.1.4, em conjunto com aquelas existentes nos Estados Unidos da América.

#### 4.1.3. Práticas de mercado

A despeito de os sistemas jurídicos dos Estados Unidos da América e da Inglaterra serem bastante semelhantes no que tange aos conceitos jurídicos das *representations* e das *warranties*, como acabou de se verificar, as práticas de mercado adotadas nos dois países com relação à cláusula de declarações e garantias possuem particularidades marcantes, algumas das quais merecem destaque.

A mais comumente mencionada diz respeito ao próprio emprego do binômio *representations and warranties*. Nos Estados Unidos da América, é praxe que os vendedores forneçam *representations and warranties* com relação a todas as afirmações de fato inseridas na cláusula. A maioria dos ingleses resiste a esse expediente, recusando-se a emitir *representations* e limitando-se a prestar *warranties*<sup>261</sup>.

---

<sup>259</sup> KALISZ, Beata Gessel-Kalinowska vel. *Representations and warranties in cross-border mergers and acquisitions: the challenges of cultural diversity*. ICC **International Court of Arbitration Bulletin**, Paris, v. 24, n. 1, p. 31-39, 2013. p. 35-37; MCKENDRICK, Ewan. **Contract law**. 12<sup>th</sup> ed. London: Palgrave, 2017. § 8.1, 8.5, 10.1 e 20.2; PEEL, Edwin. *The common law tradition: application of boilerplate clauses under English law*. In: CORDERO-MOSS, Giuditta (ed.). **Boilerplate clauses, international commercial contracts and the applicable law**. Cambridge: Cambridge University Press, 2011. p. 129-178. p. 173; e THOMPSON, Robert (ed.). **Sinclair on warranties and indemnities on share and asset sales**. 11<sup>th</sup> ed. London: Sweet & Maxwell, 2020. § 1-06 e 3-06.

<sup>260</sup> No direito inglês, os termos contratuais são divididos em três categorias: *conditions* (“an essential term of the contract which goes to the root or the heart of the contract”), *warranties* (“a lesser, subsidiary term of the contract”) e *innominate terms* (intermediário entre a *condition* e a *warranty*). A resolução somente é permitida por violação de uma *condition* ou de um *innominate term* (se as consequências forem suficientemente sérias). A qualificação de um termo contratual como *condition*, *warranty* ou *innominate term* não depende apenas da nomenclatura escolhida pelas partes, mas esse elemento é utilizado pelas cortes no momento da interpretação (MCKENDRICK, Ewan. op. cit. § 8.5, 10.1 e 10.3-10.5; e PEEL, Edwin. **Treitel: the law of contract**. 14<sup>th</sup> ed. London: Sweet & Maxwell, 2015. § 18-040 et seq.).

<sup>261</sup> ADAMS, Kenneth A. *Eliminating the phrase represents and warrants from contracts*. **Transactions: The Ten-**

Essa não parece, contudo, ser a distinção mais relevante (como se verá em maiores detalhes no capítulo 4.2 abaixo). Na realidade, a diferença aparentemente capaz de gerar maiores consequências gira em torno da utilização de um outro instrumento jurídico, também existente em ambos os países: as *indemnities*. Nos Estados Unidos da América, a *indemnity* possui a seguinte definição: “An undertaking whereby one agrees to indemnify another upon the occurrence of an anticipated loss”<sup>262</sup>. Na Inglaterra, de modo similar, a *indemnity* é descrita como: “a primary undertaking to make a payment”<sup>263</sup>.

Nos Estados Unidos da América, a regra é que as *representations and warranties* sejam integralmente protegidas por uma *indemnity*. Significa dizer que, por meio de uma cláusula específica do contrato, o vendedor assume expressamente a obrigação de indenizar quaisquer prejuízos que o comprador venha a experimentar em decorrência de fatos incongruentes com as declarações e garantias. Em geral, a estipulação possui redação detalhada, prevendo as categorias de despesas/custos abrangidas, os limites mínimos e máximos de responsabilidade do vendedor, o procedimento a ser observado para o ressarcimento etc. Em paralelo, ainda são pactuadas as chamadas *special* ou *standalone indemnities*, que tratam de questões pontuais (como, por exemplo, as perdas eventualmente sofridas em um processo relevante que esteja em curso no momento da celebração do contrato). Na Inglaterra, por sua vez, as *warranties* não são cobertas por uma *indemnity*, sendo esse instrumento reservado para endereçar riscos específicos e identificados pelas partes durante as negociações e/ou fiscais<sup>264</sup>.

A alocação de riscos parece ser sensivelmente alterada conforme siga-se um outro ca-

---

**nessee Journal of Business Law**, Knoxville, v. 16, n. 2, p. 203-229, 2015. p. 203 e 215; JONES DAY. **Jones Day commentary**: some differences in law and practice between U.K. and U.S. stock purchase agreements. 2007. Disponível em: <https://www.jonesday.com/en/insights/2007/04/some-differences-in-law-and-practice-between-uk-and-us-stock-purchase-agreements>. Acesso em: 14 dez. 2020. p. 1-2; PHILLIPS, John; RUNNICLES, Julian; SCHWARTZ, Jeffery. Navigating trans-atlantic deals: warranties, disclosure and material adverse change. **Journal of Financial Regulation and Compliance**, Bingley, v. 15, n. 4, p. 472-481, 2007. p. 473; e SERFILIPPI, Claude. A New York lawyer in London: representations and warranties in acquisition agreements – what’s the big deal?. **Corporate Practice Newswire**, New York, Dec. 2012, p. 1-4, 2012. p. 1.

<sup>262</sup> BLACK, Henry Campbell. **Black’s law dictionary**. 6<sup>th</sup> ed. St. Paul: West Publishing Co., 1990. p. 769. Uma outra definição, um pouco mais detalhada, é apresentada por E. Allan Farnsworth: “Under a contract of indemnity, one party (the *indemnitor*) promises to hold another party (the *indemnitee*) harmless from loss or damage of some kind, irrespective of the liability of any third person” (FARNSWORTH, E. Allan. **Contracts**. 2<sup>nd</sup> ed. Boston: Little, Brown & Company, 1990. p. 402).

<sup>263</sup> MCKENDRICK, Ewan, **Contract law**. 12<sup>th</sup> ed. London: Palgrave, 2017. § 5.1.

<sup>264</sup> JASTRZEBSKI, Jacek. “Sandbagging” and the distinction between warranty clauses and contractual indemnities. **UC Davis Business Law Journal**, Davis, v. 19, n. 2, p. 207-251, 2019. p. 210-212. Especificamente sobre as práticas estadunidenses mencionadas: COATES IV, John C. **Allocating risk through contract**: evidence from M&A and policy implications. Cambridge, 2012. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=2133343>. Acesso em: 31 mai. 2019. p. 29-31; e 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?. **The M&A Lawyer**, New York, v. 11, n. 1, p. 3-7, 2007. p. 4. Tratando dos costumes na Inglaterra: THOMPSON, Robert (ed.). **Sinclair on warranties and indemnities on share and asset sales**. 11<sup>th</sup> ed. London: Sweet & Maxwell, 2020. § 1-09.

minho, em especial porque a *indemnity* deveria retirar muito da importância das regras da *common law* relacionadas às *warranties* mencionadas há pouco, ao menos em tese (como se verá no capítulo 4.1.4 abaixo, surpreendentemente, esse pode não ser o caso). Portanto, ao menos à primeira vista, os vendedores estadunidenses estariam em uma situação bem menos confortável do que aquela dos seus pares ingleses. Contudo, essas posições acabam sendo um pouco reaproximadas pelo fato de os *caps* de responsabilidade serem bem maiores na Inglaterra do que nos Estados Unidos da América<sup>265</sup>. Por essa razão, ingleses chegam a alertar os seus conterrâneos para os perigos de ceder aos costumes estadunidenses relacionados às *indemnities* sem adaptar outras passagens do acordo<sup>266</sup>.

Por fim, uma terceira diferenciação entre os costumes dos dois países diz respeito às exceções às declarações e garantias prestadas pelo vendedor. Nos Estados Unidos da América, o usual é que cada afirmação de fato contenha referência a um anexo específico do contrato, no qual são inseridas informações que restringem apenas aquela assertiva. Na Inglaterra, em contrapartida, é comum que as declarações e garantias sejam excepcionadas em conjunto, por meio de uma *disclosure letter* (e não de um anexo ao contrato), que apresenta revelações gerais (incluindo informações que aparecem em registros públicos) e específicas (que, apesar de mencionarem uma determinada declaração e garantia, são geralmente tratadas como limitações a todas as demais). Além disso, a *disclosure letter* é acompanhada de um *disclosure bundle*, contendo documentos que podem ou não ser considerados como exceções adicionais. A dissolver ligeiramente a vantagem atribuída ao vendedor com esse mecanismo, as cortes inglesas exigem que a revelação de um fato seja justa (*fair*) para ser efetiva, mas esse requisito será medido de acordo com os termos do pacto no caso concreto<sup>267</sup> – e há indícios de que exceções amplamente

---

<sup>265</sup> BATISTA, Ana Sofia et al. Private mergers and acquisitions: global trends in buyer protection. **International Law Practicum**, Albany, v. 26, n. 1, p. 59-70, 2013. p. 67; COATES IV, John C. **Allocating risk through contract: evidence from M&A and policy implications**. Cambridge, 2012. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=2133343>. Acesso em: 31 mai. 2019. p. 29; FELDMAN, Reid. Recent trends in European SPAs and comparisons with US practice. **Business Law International**, London, v. 17, n. 3, p. 217-231, 2016. p. 228; e THOMPSON, Robert (ed.). **Sinclair on warranties and indemnities on share and asset sales**. 11<sup>th</sup> ed. London: Sweet & Maxwell, 2020. § 11-07-11-09.

<sup>266</sup> “The purchaser may seek to provide that all warranties are given on an indemnity basis, but this should always be resisted by vendors, as such a basis potentially allows an unscrupulous purchaser to profit from its bargain, given that many of the matters that are covered by warranties will not have been remotely relevant to its initial valuation of the target company, but on an indemnity basis may give rise to a claw-back of consideration. Where the target company is being sold to an American purchaser the vendors may be presented with a sale and purchase agreement that requires the warranties to be given on an indemnity basis as this reflects US convention. That basis should generally be resisted as it is part of a US approach that often caps the vendors’ liability to 15-25% of the purchase price, so the risk of significant value diminution is substantially reduced on such transactions. Additionally the de minimis and aggregate threshold deductions are often more significant than in English transactions, so accepting an indemnity basis of damages on a normal English Law transaction is not something that should generally be agreed” (THOMPSON, Robert (ed.). op. cit. § 1-08).

<sup>267</sup> FELDMAN, Reid. op. cit. p. 229; JONES DAY. **Jones Day commentary: some differences in law and practice between U.K. and U.S. stock purchase agreements**. 2007. Disponível em: <https://www.jonesday.com/en/in->

redigidas podem ser aceitas<sup>268</sup>.

Em todas essas três searas (emprego da expressão “declarações e garantias” e outras similares, cobertura das declarações e garantias por uma cláusula de indenização e exceções às declarações e garantias), a prática vigente no Brasil mimetiza os hábitos dos Estados Unidos da América, e não os da Inglaterra, razão pela qual, como adiantado no capítulo 3.3.2 acima, considera-se que o modelo de contrato de compra e venda de participações societárias de controle brasileiro segue o padrão estadunidense.

#### 4.1.4. *Sandbagging*

Um campo fértil para a demonstração dos problemas congênitos da cláusula de declarações e garantias – que serão mais diretamente abordados no capítulo 4.2, na sequência – é o da prática que veio a ser denominada de *sandbagging*. Basicamente, trata-se da situação em que um comprador toma ciência da falsidade de uma declaração e garantia antes da transferência das participações societárias, segue adiante com a concretização da transação e, depois, busca indenização.

Nos Estados Unidos da América, segundo reportado pela doutrina, a licitude de uma cláusula dispendo sobre o assunto (seja de *sandbagging*, seja de *anti-sandbagging*) é aceita<sup>269</sup>, de modo que, se as partes se dispõem a negociar diretamente o ponto, o seu acordo é respeitado. Há grandes debates, no entanto, em torno da regra aplicável na ausência de estipulação contra-

---

[sights/2007/04/some-differences-in-law-and-practice-between-uk-and-us-stock-purchase-agreements](https://www.brexit.com/insights/2007/04/some-differences-in-law-and-practice-between-uk-and-us-stock-purchase-agreements). Acesso em: 14 dez. 2020. p. 4-5; MACBETH, Scott. That’s not the way we do it here: reconciling sandbagging provisions for multinational buyers. **International In-house Counsel Journal**, Cambridge, v. 11, n. 44, p. 1-6, 2018. p. 2; e PHILLIPS, John; RUNNICLES, Julian; SCHWARTZ, Jeffery. Navigating trans-atlantic deals: warranties, disclosure and material adverse change. **Journal of Financial Regulation and Compliance**, Bingley, v. 15, n. 4, p. 472-481, 2007. p. 475-477.

<sup>268</sup> Nesse ponto, costuma-se citar o caso *MAN Nutzfahrzeuge AG & Ors v. Freightliner Ltd. [2005] EWHC 2347 (Comm)*, cuja decisão contém a seguinte passagem, em *obiter dictum*: “176. (...) Mr. Vos’s argument depends on the proposition that the ‘matters’ disclosed in this way include not only the information contained in the documents themselves but inferences to be drawn from it. (...) In my view an analysis of that kind is not what is contemplated by paragraph 5. If that had been the parties’ intention, it could have been achieved more easily by providing that any information that could be derived from a reasonably thorough examination of the company’s accounting records was to be treated as having been disclosed. (...) 178. However, it would be dangerous to draw from these two cases a general principle that provisions relating to disclosure are to be construed in a restrictive way. Each contract has to be considered on its own terms, as was emphasised in the third of these cases, *Infiniteland Ltd v Artisan Contracting Ltd*, in which the contract referred to ‘the contents of the Disclosure Letter and of all accompanying documents’ and the disclosure letter was accompanied by several files of material”.

<sup>269</sup> “Under U.S. law, parties may contract around any default rules and provide both for either a pro-sandbagging or an anti-sandbagging contractual framework” (JASTRZEBSKI, Jacek. “Sandbagging” and the distinction between warranty clauses and contractual indemnities. **UC Davis Business Law Journal**, Davis, v. 19, n. 2, p. 207-251, 2019. p. 219). “The parties (...) can contract around both the traditional and modern default rules” (WHITEHEAD, Charles K. Sandbagging: default rules and acquisition agreements. **Delaware Journal of Corporate Law**, Wilmington, v. 36, n. 3, p. 1081-1115, 2011. p. 1085).

tual.

A discussão é consequência da complicada origem das ações calcadas numa *breach of warranty* no país. Historicamente, agentes que intentavam demandas desse tipo fundamentavam-nas, propositalmente, na *law of tort*, com o objetivo de evitar as regras da *contract law*, dentre as quais se tinha um requisito denominado *privity*<sup>270</sup>, segundo o qual o pleito só poderia prosperar na presença de uma relação direta entre autor e réu no que tange ao objeto da ação. Com a evolução da jurisprudência, contudo, a ausência de *privity* deixou de ser aceita como matéria de defesa nas demandas indenizatórias fundadas na *contract law*<sup>271</sup>. Além disso, até 1778, as cortes não reconheciam a possibilidade de uma demanda contratual fundada numa *breach of warranty* e tratavam essas ações como se fossem baseadas em *deceit* ou *fraud*. Com o tempo, o alicerce contratual passou a ser aceito, mas muitas jurisdições continuaram a acolher também alegações de *tort*. Como resultado, o conceito de *warranty* ficou cada vez mais posicionado na intersecção entre *tort* e *contract*<sup>272</sup>.

Nesse contexto, os estados acabaram assumindo, basicamente, três posições diferentes quanto à possibilidade do *sandbagging*.

Em um extremo, tem-se os estados (Califórnia, Colorado, Kansas, Maryland, Minnesota e Texas) cuja legislação segue a linha considerada tradicional, que reflete a raiz histórica da ação por *breach of warranty* na *tort law* e, por consequência, exige que o comprador tenha tido confiança (*reliance*) na *warranty* para que a sua demanda indenizatória possa ter sucesso. Aplicando-se as normas dessas localidades, o vendedor consegue impedir o *sandbagging*, argumentando que, por ter seguido adiante com a operação após conhecer a falsidade da declaração e garantia, o comprador não confiou na informação em questão e/ou renunciou aos remédios cabíveis<sup>273</sup>. De certo modo, a alegação acaba sendo a de que os prejuízos do comprador não são

---

<sup>270</sup> CLEARY, Seth. Delaware Law, friend or foe?: the debate surrounding sandbagging and how Delaware's highest court should rule on a default rule. *SMU Law Review*, Dallas, v. 72, n. 4, p. 821-848, 2019. p. 826-827.

<sup>271</sup> "Privity of contract. That connection or relationship which exists between two or more contracting parties. It was traditionally essential to the maintenance of an action on any contract that there should subsist such privity between the plaintiff and defendant in respect of the matter sued on. However, the absence of privity as a defense in actions for damages in contract and tort actions is generally no longer viable with the enactment of warranty statutes (...), acceptance by states of doctrine of strict liability (...), and court decisions (...) which have extended the right to sue for injuries or damages to third party beneficiaries, and even innocent bystanders" (BLACK, Henry Campbell. *Black's law dictionary*. 6<sup>th</sup> ed. St. Paul: West Publishing Co., 1990. p. 1199).

<sup>272</sup> MIZIOLEK, Aleksandra; ANGELAKOS, Dimitrios. Sandbagging: from poker to the world of mergers and acquisitions. *Michigan Bar Journal*, Lansing, v. 92, n. 6, p. 30-34, 2013. p. 31-32; PANHARD, Maxime. When contractual good faith meets a controversial M&A issue: the sandbagging practice in international arbitration. *International Lawyer*, Dallas, v. 51, n. 1, p. 69-86, 2018. Disponível em: <https://link.gale.com/apps/doc/A539036468/AONE?u=capes&sid=AONE&xid=f05325f1>. Acesso em: 14 Dez. 2020. p. 3; e WEST, Glenn D.; LEWIS JR., W. Benton. Contracting to avoid extra-contractual liability – can your contractual deal ever really be the “entire” deal?. *The Business Lawyer*, Chicago, v. 64, n. 4, p. 999-1038, 2009. p. 1009-1010.

<sup>273</sup> CHASE, Daniel L. M&A after *Eagle Force*: an economic analysis of sandbagging default rules. *California*

consequência da falsidade da declaração e garantia (não há, portanto, nexo de causalidade entre o comportamento do vendedor e o dano)<sup>274</sup>. Essa corrente, contudo, não possui tanta relevância prática, por não ser abraçada pelas legislações estaduais que são mais recorrentemente selecionadas para regular contratos empresariais, quais sejam, as de Nova Iorque e Delaware<sup>275</sup>.

A orientação da legislação do estado de Nova Iorque pode ser considerada intermediária e relativamente confusa. O caso seminal sobre o tema é o *CBS, Inc. v. Ziff-Davis Publishing Co.*, 553 N.E.2d 997 (1990). De forma resumida, o litígio pode ser assim descrito: a CBS, Inc. celebrou contrato de compra e venda com a Ziff-Davis Publishing Co., com o objetivo de assumir o controle das operações de uma série de revistas; no contrato, a vendedora assegurou a compradora da veracidade das informações financeiras relativas àquelas operações; antes do fechamento, a compradora encontrou problemas nessas informações e comunicou a vendedora, que insistiu na concretização da transferência, ameaçando recorrer ao poder judiciário, se necessário; as partes então assinaram um documento, registrando a seguinte decisão conjunta: “to close [that day] on a mutual understanding that the decision to close, and the closing, [would] not constitute a waiver of any rights or defenses either of us may have”; na sequência, a compradora propôs uma demanda indenizatória.

Vê-se, de início, haver duas particularidades relevantes nos fatos: a compradora tinha dúvidas (e não certeza) sobre a falsidade da declaração e garantia e tomou o cuidado de ressaltar os seus direitos por escrito, com a concordância da vendedora, antes de fechar a operação<sup>276</sup>. A

---

**Law Review**, Berkeley, v. 108, n. 5, p. 1665-1681, 2020. p. 1667; e WHITEHEAD, Charles K. Sandbagging: default rules and acquisition agreements. **Delaware Journal of Corporate Law**, Wilmington, v. 36, n. 3, p. 1081-1115, 2011. p. 1084 e 1114-1115.

<sup>274</sup> “Theoretically, reliance is a necessary element of each cause of action because it provides for a finding of the causal nexus between the plaintiff’s loss and the defendant’s actions. Therefore, the rights and remedies a Buyer who retains actual pre-closing knowledge of a material misrepresentation has in the context of a negotiated acquisition is a function of how strictly one construes the reliance requirement under (...) state (...) tort, and contract law” (CARRILLO, Pablo Enrique. Beware of Scylla and Charybdis: stock purchases of privately held companies and the remedies problem under Rule 10b-5 – what is the buyer to do?. **Tulane Law Review**, New Orleans, v. 72, n. 6, p. 2113-2137, 1998. p. 2117).

<sup>275</sup> “Delaware is the choice of law used in a majority of M&A deals” (CLEARY, Seth. Delaware Law, friend or foe?: the debate surrounding sandbagging and how Delaware’s highest court should rule on a default rule. **SMU Law Review**, Dallas, v. 72, n. 4, p. 821-848, 2019. p. 824). “The most prominent U.S. corporate jurisdictions (Delaware and New York) (...)” (JASTRZEBSKI, Jacek. “Sandbagging” and the distinction between warranty clauses and contractual indemnities. **UC Davis Business Law Journal**, Davis, v. 19, n. 2, p. 207-251, 2019. p. 209). “[T]he majority of the M&A transactions in the United States elect New York and Delaware laws” (PANHARD, Maxime. When contractual good faith meets a controversial M&A issue: the sandbagging practice in international arbitration. **International Lawyer**, Dallas, v. 51, n. 1, p. 69-86, 2018. Disponível em: <https://link.gale.com/apps/doc/A539036468/AONE?u=capes&sid=AONE&xid=f05325f1>. Acesso em: 14 Dez. 2020. p. 3).

<sup>276</sup> Destacando esses pontos: 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. **St. John’s Law Review**, New York, v. 64, n. 3, p. 680-686, 1990. p. 682; e PANHARD, Maxime. op. cit. loc. cit.

*Court of Appeals of the State of New York*, máxima instância da justiça estadual de Nova Iorque, deu-lhe ganho de causa, por maioria<sup>277</sup>, em julgado que contém a seguinte célebre passagem:

The critical question is not whether the buyer believed in the truth of the warranted information, as Ziff-Davis would have it, but “whether [it] believed [it] was purchasing the [seller’s] promise [as to its truth]”. (...) This view of “reliance” i.e., as requiring no more than reliance on the express warranty as being a part of the bargain between the parties reflects the prevailing perception of an action for breach of express warranty as one that is no longer grounded in tort, but essentially in contract. (...) The express warranty is as much a part of the contract as any other term. 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.

A decisão foi objeto de interpretação posterior em, principalmente, duas ocasiões, ambas no âmbito da justiça federal. Em *Galli v. Metz*, 973 F.2d 145 (2nd Cir. 1992), a *United States Court of Appeals, Second Circuit*, entendeu que o precedente não seria tão pertinente quando, como no caso que estava sob análise, não havia dúvida sobre a falsidade da declaração e garantia antes do fechamento, mas sim certeza, decorrente de comunicação do próprio vendedor, e o comprador não havia reservado os seus direitos. Conclui-se, nessa situação, no seguinte sentido:

Where a buyer closes on a contract in the full knowledge and acceptance of facts disclosed by the seller which would constitute a breach of warranty under the terms of the contract, the buyer should be foreclosed from later asserting the breach. In that situation, unless the buyer expressly preserves his rights under the warranties (as CBS did in *Ziff-Davis*), we think the buyer has waived the breach.

Alguns anos depois, em, *Rogath v. Siebenmann*, 129 F.3d 261 (2d Cir. 1997), a mesma *United States Court of Appeals, Second Circuit*, esclareceu que a fonte do conhecimento do comprador sobre a falsidade da declaração e garantia devia mesmo ser ponderada, afirmando: “if 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”.

É por conta desse conjunto de posicionamentos que se considera a legislação de Nova Iorque intermediária e confusa. Intermediária porque, a despeito de considerar que a ação por *breach of warranty* é fundada *essentially in contract*, opta por não abandonar totalmente o requisito da *reliance*, mas apenas por transformá-lo, falando em *reliance on the express warranty*

---

<sup>277</sup> O voto divergente entendeu que: “Allowing CBS to consummate the deal, and then sue on warranted financial data it personally investigated and verified as wrong beforehand, unsettles the finality, ‘stability and certainty’ of commercial transactions and business relationships”.

as being a part of the bargain. Confusa tanto porque a decisão em *CBS, Inc. v. Ziff-Davis Publishing Co.*, 553 N.E.2d 997 (1990), reputada a raiz da jurisprudência sobre o tema, girava em torno de fatos bastante singulares, não havendo segurança sobre a sua aplicabilidade em outras circunstâncias, quanto porque os julgados que a interpretaram não foram proferidos pela justiça estadual, mas sim pela federal, e podem ter acrescentado exigências para o sucesso da demanda não imaginadas pelos responsáveis pela concepção da regra original<sup>278</sup>.

Por fim, no outro polo, estão os estados cujas legislações adotam a concepção dita moderna, reconhecendo fundamento contratual para a ação por *breach of warranty* e, portanto, não atribuindo relevância ao eventual conhecimento prévio do comprador acerca da falsidade da declaração e garantia. Durante muito tempo, doutrinadores estadunidenses afirmavam que a legislação de Delaware era a grande representante dessa corrente<sup>279-280</sup>. Em 2018, contudo, a *Supreme Court of the State of Delaware* surpreendeu o mercado ao julgar o caso *Eagle Force Holdings LLC v. Campbell*, 187 A.3d 1209 (Del. 2018) e inserir na decisão uma nota de rodapé, afirmando que a permissibilidade do *sandbagging* não está decidida na lei do estado e fazendo referência ao caso *CBS, Inc. v. Ziff-Davis Publishing Co.*, 553 N.E.2d 997 (1990)<sup>281</sup> – o que

---

<sup>278</sup> CARRILLO, Pablo Enrique. Beware of Scylla and Charybdis: stock purchases of privately held companies and the remedies problem under Rule 10b-5 – what is the buyer to do?. **Tulane Law Review**, New Orleans, v. 72, n. 6, p. 2113-2137, 1998. p. 2135 (“the Second Circuit injected some confusion as to what *Ziff-Davis* requires for the viability of a warranty claim where the Buyer closes with actual knowledge of a material misrepresentation”); CLEARY, Seth. Delaware Law, friend or foe?: the debate surrounding sandbagging and how Delaware’s highest court should rule on a default rule. **SMU Law Review**, Dallas, v. 72, n. 4, p. 821-848, 2019. p. 833-837; e QUAINANCE JR., Robert F. Can you sandbag?. **Private Equity Report**, New York, v. 2, n. 2, p. 1 e 18-20, 2002. p. 18 (destacando ainda não haver indícios de como seriam decididos casos em que o comprador adquire o conhecimento da falsidade da declaração e garantia antes da assinatura do contrato, pois nenhum dos julgados proferidos com base na legislação de Nova Iorque tinha essa premissa e todos foram restringindo o entendimento inicial da *Court of Appeals of the State of New York*).

<sup>279</sup> “The claim in this situation, which is often predicated on breach of an express warranty, was generally thought to be permissible under Delaware law so long as there was not an anti-sandbagging provision” (CLEARY, Seth. op. cit. p. 823). “Until recently, dealmakers and scholars have characterized Delaware as a pro-sandbagging state” (CHASE, Daniel L. M&A after *Eagle Force*: an economic analysis of sandbagging default rules. **California Law Review**, Berkeley, v. 108, n. 5, p. 1665-1681, 2020. p. 1669). “Delaware courts have a clear pro-sandbagging approach” (PANHARD, Maxime. When contractual good faith meets a controversial M&A issue: the sandbagging practice in international arbitration. **International Lawyer**, Dallas, v. 51, n. 1, p. 69-86, 2018. Disponível em: <https://link.gale.com/apps/doc/A539036468/AONE?u=capes&sid=AONE&xid=f05325f1>. Acesso em: 14 Dez. 2020. p. 3).

<sup>280</sup> Outros estados cujas legislações são apontadas como adeptas dessa linha são Connecticut, Flórida, Illinois, Indiana, Massachussets, Michigan, Missouri, Montana, Nova Hampshire, Novo México, Pensilvânia, Virgínia Ocidental e Wisconsin (CHASE, Daniel L. op. cit. p. 1667; e WHITEHEAD, Charles K. Sandbagging: default rules and acquisition agreements. **Delaware Journal of Corporate Law**, Wilmington, v. 36, n. 3, p. 1081-1115, 2011. p. 1108-1114).

<sup>281</sup> “We acknowledge the debate over whether a party can recover on a breach of warranty claim where the parties know that, at signing, certain of them were not true. Campbell argues that reliance is required, but we have not yet resolved this interesting question. (...). And we observe that a majority of states have followed the New York Court of Appeals’ decision in *CBS Inc. v. Ziff-Davis Publishing Co.* (...), which holds that traditional reliance is not required to recover for breach of an express warranty: the only ‘reliance’ required is that the express warranty is part of the bargain between the parties. (...) We need not decide this interesting issue because such claims are not before the court. (...)”. Além disso, do voto parcialmente divergente, constou, também em *obter dictum*, a seguinte

apenas aumentou a incerteza, por não se saber se a menção diz respeito à regra original posta pela *Court of Appeals of the State of New York* ou àquela detalhada pela *United States Court of Appeals, Second Circuit*<sup>282</sup>.

Constata-se, portanto, não haver qualquer consenso entre as diferentes legislações estaduais dos Estados Unidos da América sobre a aceitação da prática de *sandbagging* na ausência de estipulação contratual. Mas o que realmente causa espécie é o fato de a discussão centrar-se nos fundamentos da ação por *breach of warranty* quando, como visto no capítulo anterior, os contratos de compra e venda de participações societárias de controle lá celebrados contém *indemnities* para cobrir as declarações e garantias<sup>283</sup>.

Isso posto, passa-se a expor a situação na Inglaterra, onde o debate sobre *sandbagging* é menos desenvolvido. Nesse país há, basicamente, duas decisões relevantes sobre o tema<sup>284</sup>, que não são suficientes para a extração de um princípio.

No caso *Eurocopy v Teesdale [1992] B.C.L.C. 1067*, a *England and Wales Court of Appeal* pronunciou-se no âmbito de disputa sobre um contrato de compra e venda de participações societárias de controle com cláusula de *sandbagging*, na qual o comprador alegava ter pago preço exagerado e não ter recebido o *benefit of its bargain*, por não lhe terem sido reveladas, na *disclosure letter*, determinadas informações. Na ocasião, a corte foi chamada a decidir apenas se determinados trechos da defesa do vendedor poderiam ou não ser explorados no processo, incluindo o que dizia respeito ao suposto conhecimento do comprador sobre aquelas informações. O vendedor foi autorizado a prosseguir com aqueles argumentos, dentre outras razões, porque não se considerou a cláusula de *sandbagging* suficiente para impedi-lo<sup>285</sup>.

---

passagem: “Thus, to the extent Kay is seeking damages because Campbell supposedly made promises that were false, there is doubt that he can then turn around and sue because what he knew to be false remained so. Venerable Delaware law casts doubt on Kay’s ability to do so (...)”.

<sup>282</sup> CLEARY, Seth. Delaware Law, friend or foe?: the debate surrounding sandbagging and how Delaware’s highest court should rule on a default rule. *SMU Law Review*, Dallas, v. 72, n. 4, p. 821-848, 2019. p. 836-837.

<sup>283</sup> A reforçar essa surpresa, lembra-se que a ideia de *reliance* tem muito a ver com o estabelecimento de um nexo de causalidade entre o ato do vendedor e o prejuízo do comprador (v. nota de rodapé nº 274 acima). Ora, não parece fazer sentido investigar esse nexo de causalidade quando, por meio de uma *indemnity*, o vendedor assume diretamente um dever de indenizar o comprador (independentemente de ter qualquer envolvimento na origem dos seus prejuízos).

<sup>284</sup> THOMPSON, Robert (ed.). *Sinclair on warranties and indemnities on share and asset sales*. 11<sup>th</sup> ed. London: Sweet & Maxwell, 2020. § 1-08 e 4-25.

<sup>285</sup> “Mr Goudie has a further point based on the provisions of clauses 3.3 and 4.1 of the agreement that ‘no other information ... of which the Purchaser has knowledge ... shall preclude or affect any claim made by the Purchaser for breach of any of the Warranties or reduce any amount recoverable’ – that is clause 3.3. Clause 4.1 is to much the same effect, in that ‘no other information of which the Purchaser has knowledge ... shall prejudice any claim by the Purchaser under the Warranties or operate to reduce any amount recoverable’. That is certainly an argument – it may be a strong one – which will enable the plaintiff to contend at trial that whatever view a valuer might take as to the relevance of the purchaser’s knowledge of material circumstances in making his bid, the defendants are nevertheless precluded from relying on that matter by the terms of the contract. However, I am far from satisfied that that point is so plainly and obviously against them that the defendants should be prevented from taking it at

Ao julgar o caso *Infiniteland Ltd v Artisan Contracting Ltd* [2004] EWHC 955 (Ch), por sua vez, a *High Court of Justice Chancery Division* tratou, entre outros pontos, de uma cláusula específica de um contrato de compra e venda de participações societárias de controle, interpretando-a no sentido de que, devido aos termos do acordo das partes, o *actual knowledge* do comprador sobre a falsidade de uma *warranty* impedia-lhe de obter indenização. Indo adiante, considerou-se que o *actual knowledge* de um agente do comprador especificamente encarregado de tratar do assunto em questão deveria ser considerado como seu próprio *actual knowledge* sobre aquele tema<sup>286</sup>. Logo antes de começar a tratar dessa matéria, contudo, a corte fez questão de destacar que não havia espaço para estabelecer uma regra geral sobre *sandbagging*<sup>287</sup>.

Nesse contexto de poucas decisões sobre a prática de *sandbagging*, a posição inglesa permanece indefinida. Um autor destaca, contudo, um ponto que parece mais relevante, ainda que se admita esse expediente: “the knowledge would make it difficult for the purchaser to show that it suffered damage as a result of the breach”<sup>288</sup>. Considerando que, como visto no capítulo anterior, as *warranties* não costumam ser cobertas por *indemnities* nos contratos de compra e venda de participações societárias de controle celebrados na Inglaterra, as indenizações eventualmente devidas por sua *breach* são calculadas segundo as regras da *common law* – a não ser que as partes disponham diretamente sobre a medida dos *damages*, o que não é comum<sup>289</sup> –, ou seja, aplica-se a ideia de *loss of bargain*. E, tendo concretizado a operação com conhecimento das informações em questão, não será fácil para o comprador demonstrar que deixou de receber a vantagem negociada por causa da violação do vendedor.

#### 4.2. Problemas congênitos das *representations and warranties*

Da exposição até aqui realizada sobre algumas características principais das *represen-*

---

this stage”.

<sup>286</sup> “Where the purchaser chooses to act through an agent for any specific purpose of the acquisition, the actual knowledge of the agent, so far as it is knowledge within the aspect for the purpose of which the agent is acting, must be treated as the knowledge of the purchaser”.

<sup>287</sup> “There are provisions about disclosure in the agreement, and there is at least one provision which is specifically about knowledge (...). I agree with Mr Downes that arguments about the effect of knowledge on the part of Mea and Infiniteland have to be based upon those provisions, and that there is no room for a more generalised proposition that, if the purchaser knew something and still went ahead with the contract, it cannot say that it was a breach of warranty, whatever the detailed terms of the agreement may have been”.

<sup>288</sup> THOMPSON, Robert (ed.). *Sinclair on warranties and indemnities on share and asset sales*. 11<sup>th</sup> ed. London: Sweet & Maxwell, 2020. § 4-25.

<sup>289</sup> “Usually, the sale agreement is silent on the measure of damages to apply, which preserves the common law basis of damages” (THOMPSON, Robert (ed.). op. cit. § 3-08).

*tations and warranties* no seu habitat natural, extrai-se a conclusão de ser a própria construção originária dessa espécie de disposição contratual a responsável por gerar diversas dificuldades na sua interpretação, aplicação e regulamentação. Ao fim e ao cabo, a cláusula de declarações e garantias foi concebida a partir da mistura das figuras das *representations* e das *warranties*<sup>290</sup>, o que a acaba situando – inevitável e congenitamente – no limiar entre a formação da vontade das partes (*representations*) e as obrigações assumidas no contrato (*warranties*). Com efeito, não é a transposição da estipulação dos sistemas jurídicos de *common law* para aqueles de *civil law* que a faz cair nessa encruzilhada; ela nasce nessa posição peculiar. Por essa razão, é natural haver dúvidas sobre como agir diante de uma falsidade nos enunciados de fato nela inseridos. Em outras palavras, constatada uma falsidade, é razoável questionar-se se ocorreu uma *misrepresentation* (defeito na formação da vontade das partes) ou uma *breach of warranty* (descumprimento contratual) e, por consequência, qual regime jurídico deve ser trazido à baila ou qual demanda pode ser acolhida.

Não bastasse a formação híbrida da cláusula, averiguou-se acima que, mesmo individualmente consideradas, as *misrepresentations* e as *breaches of warranty* provocam incertezas, tanto nos Estados Unidos da América quanto na Inglaterra, porque atraem uma mescla de normas da *contract law* e da *tort law*. Como mencionado, os estadunidenses entendem que a *breach of warranty* está posicionada na fronteira entre *contract law* e *tort law*, enquanto os ingleses afirmam: “misrepresentation lies on the boundary of contract, tort and restitution (or unjust enrichment)”<sup>291</sup>.

Recuperando o que se expôs neste capítulo, podem-se resumir da seguinte forma as distintas características de uma ação fundada em *misrepresentation* e de uma ação fundada em *breach of warranty*<sup>292</sup>:

---

<sup>290</sup> Aparentemente, a mistura foi intencional, ao menos nos contratos estadunidenses: “Historically, part of the reason there are ‘representations and warranties’ in modern U.S. acquisition agreements, rather than just representations (or affirmations) is that the terms ‘warrants’ and ‘warranty’ were thought (by some) to carry with them a contractual promise (as opposed to just an affirmation or representation) that the stated facts were true. The affirmed facts thus warranted (or processed) to be true were thereby deemed to be coupled with a concomitant obligation to answer in damages pursuant to the contract if the promised warranty was unfulfilled independent of whether a tort-based misrepresentation claim could be made” (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?. *The M&A Lawyer*, New York, v. 11, n. 1, p. 3-7, 2007. p. 4).

<sup>291</sup> MCKENDRICK, Ewan. *Contract law*. 12<sup>th</sup> ed. London: Palgrave, 2017. § 13.1.

<sup>292</sup> Nos Estados Unidos da América, Stephen L. Sepinuck ainda adiciona o fato de as ações estarem sujeitas a prazos prescricionais diferentes (SEPINUCK, Stephen L. The virtue of “represents and warrants”: another view. *Business Law Today*, Chicago, 2015. Disponível em: [https://www.americanbar.org/groups/business\\_law/publications/blt/2015/11/](https://www.americanbar.org/groups/business_law/publications/blt/2015/11/). Acesso em 23 dez. 2020. p. 1). Na jurisprudência estadunidense, a distinção na causa de pedir das duas ações foi destacada, dentre outros, em *Stevenson v. B. B. Kirkland Seed Co.* 176 S.C. 345 (S.C. 1935): “It is proper here to observe the distinction between a cause of action for a breach of warranty and a cause of action for misrepresentations and deceit. In the case of a warranty, the rights of the purchaser rest in contract, while in the case of deceit, misrepresentations, and fraud, they are based on tort”. Ainda sobre esse ponto: “But (...) there

|   | <i>Misrepresentation</i>  | <i>Breach of warranty</i>   |
|---|---|---|
| Remédios disponíveis                    | <u>Anulação do contrato</u> (mas, na Inglaterra, o julgador pode conceder <i>damages in lieu of rescission</i> ) e <u>indenização</u> , sendo que: (i) nos Estados Unidos da América: (i.1) se a <i>misrepresentation</i> é fraudulenta, alguns estados aplicam a <i>benefit-of-the-bargain rule (expectation interest)</i> , enquanto outros se valem da <i>out-of-pocket rule (reliance interest)</i> , sendo ainda possível obter <i>punitive damages</i> ; (i.2) se a <i>misrepresentation</i> é negligente, utiliza-se a <i>out-of-pocket rule</i> ; e (i.3) se a <i>misrepresentation</i> é inocente, apenas alguns estados concedem a indenização, com base na <i>out-of-pocket rule</i> ; e (ii) na Inglaterra, indeniza-se pelo <i>reliance interest</i> . | Em regra, não cabe a resolução do contrato. A parte prejudicada pode obter <u>indenização</u> . Em ambos os países, repara-se o <i>expectation interest (benefit-of-the-bargain rule</i> ou <i>loss of bargain</i> ). |
| Causa de pedir                          | Nos Estados Unidos da América, a ação anulatória é fundada na <i>contract law</i> , enquanto na Inglaterra discute-se se o fundamento dessa pretensão é <i>contractual</i> ou <i>restitutionary</i> . Em ambos os países, a ação indenizatória é fundada na <i>tort law</i> .   | <i>Contract law</i> (com influências da <i>tort law</i> , ao menos nos Estados Unidos da América).  |
| Limites contratuais de responsabilidade | Os limites de responsabilidade estabelecidos no contrato podem <u>não ser aplicados</u> .   | Em regra, <u>são respeitados</u> os limites de responsabilidade estabelecidos no contrato.  |
| Ônus da prova                           | Nos Estados Unidos da América, é necessário comprovar a <u>materialidade</u> da <i>misrepresentation</i> e a <u>confiança justificada</u> do receptor no seu conteúdo. No caso de <i>misrepresentation</i>  | Em geral, é necessário provar apenas a ocorrência da <i>breach of warranty</i> e dos prejuízos dela decorrentes, mas algumas jurisdições nos Estados Unidos da América afastam o direito à in-                        |

is a very clear distinction between actions premised upon misrepresentations and actions premised upon breaches of express warranties (including representations that become warranties by virtue of their incorporation in a written agreement). A misrepresentation claim is grounded in tort and seeks to redress breaches of a party's common law duty to establish honestly the 'factual predicates' to his or her commercial relationships. (...) A claim based upon a breach of an express warranty, by contrast, is premised upon one party's specific contractual promise (...)” (WEST, Glenn D.; LEWIS JR., W. Benton. Contracting to avoid extra-contractual liability – can your contractual deal ever really be the “entire” deal?. **The Business Lawyer**, Chicago, v. 64, n. 4, p. 999-1038, 2009. p. 1008).

|  | <i>Misrepresentation</i>  | <i>Breach of warranty</i>  |
|--|---|--|
|  | fraudulenta, deve-se ainda provar o <i>scienter</i> do declarante, bem como sua <u>intenção de enganar</u> . Na Inglaterra, é preciso demonstrar a <u>indução à contratação</u> . | denização na ausência de <i>reliance</i> do receptor da <i>warranty</i> na veracidade do fato em questão, enquanto na Inglaterra esse ponto ainda não está decidido. |

O resultado da imbricação da cláusula de declarações e garantias com dois regimes tão distintos é que simplesmente não há segurança sobre qual deles pode incidir na hipótese de falsidade das *representations and warranties*. E o panorama só fica mais complicado quando se lembra que, nos contratos estadunidenses, as *representations and warranties* são atreladas às *indemnities*. Em outras palavras, a despeito da sua absoluta difusão no mercado, ninguém parece conseguir atribuir uma qualificação jurídica fixa para as *representations and warranties* nos seus países de origem.

Nos Estados Unidos da América, encontram-se opiniões em todos os sentidos. A corrente aparentemente majoritária entende que as *representations and warranties* não se relacionam de forma direta com as figuras tradicionais das *representations* e das *warranties*, mas assumem um significado particular dentro das operações de compra e venda de participações societárias de controle, ligado às consequências indenizatórias (*indemnities*) estabelecidas pelas partes para a hipótese de falsidade das informações contidas naquelas assertivas (em termos diretos: *representations and warranties* não teriam a qualificação jurídica nem de *representations* nem de *warranties* e não se deveriam extrair implicações do emprego dessas palavras no contrato)<sup>293</sup>. No sentido oposto, outros autores sustentam que os conceitos de *representations* e

<sup>293</sup> “Reps and warranties are claims made as ‘statements of fact’ by buyers and sellers. As currently used, the terms are virtually indistinguishable from one another.” (DEPAMPHILIS, Donald M. **Mergers, acquisitions, and other restructuring activities**: an integrated approach to process, tools, cases, and solutions. 10<sup>th</sup> ed. San Diego: Academic Press, 2019. p. 143). “[C]ontract negotiations have eliminated the historical, case-law driven distinction between representations and warranties.” (HARRISON, Christopher S. **Make the deal**: negotiating mergers & acquisitions. Hoboken: John Wiley & Sons, Inc., 2016. p. 88). “It is difficult to imagine a Share Purchase Agreement without ‘Representations and Warranties’. However, these two terms have no precise meaning outside the common law jurisdictions and may be misleading even within these legal systems. Parties expect them to be in a Share Purchase Agreement, but it should be clear that these two ‘magic words’ have actually acquired within this type of contract an autonomous meaning, independent of the legal meanings of ‘representations’ and ‘warranties’ within specific national legal systems” (INTERNATIONAL CHAMBER OF COMMERCE, Commission on Commercial Practice. **ICC model mergers and acquisitions contract**: I – share purchase agreement. Paris: ICC Publishing S.A., 2004. p. 8). Um argumento interessante nesse ponto é construído por Kenneth A. Adams, com base em duas constatações extraídas do exame de 106 contratos de M&A celebrados nos Estados Unidos da América em 2009. Em primeiro lugar, o autor verifica que 105 desses pactos apresentam alguma variação da expressão *representations and warranties*, enquanto um utiliza apenas *representations*, e afirma: “if contract parties are presented with three options with ostensibly meaningful implications (...) yet overwhelmingly opt for represents and warrants regardless of the nature of the transaction, the simplest explanation is that they don’t recognize that they’re making a choice”. Em segundo lugar, o autor destaca o fato de as partes empregarem a palavra *represen-*

de *warranties* são hoje utilizados nos seus significados técnico-jurídicos, de modo que a presença de ambos no contrato garante o acesso a proteções fundadas na *contract law* e na *tort law* (de novo, em termos diretos: *representations and warranties* teriam a qualificação jurídica de *representations* e de *warranties* e deveriam ser assim compreendidas)<sup>294</sup>. Ainda há aqueles que simplesmente advogam por uma modificação da estrutura atual da cláusula, quer defendendo a separação das afirmações nela contidas entre *representations* e *warranties* (uma última vez, em termos diretos: *representations and warranties* deveriam ser divididas em *representations* e em *warranties*, de acordo com a qualificação jurídica adequada)<sup>295</sup>, quer propondo a sua substituição por um novo tipo de estipulação, capaz de transmitir diretamente a regra de que o comprador receberá indenização caso sofra prejuízos em determinadas situações (esses acabam aproximando-se dos primeiros, pois focam nas *indemnities*)<sup>296</sup>. Na Inglaterra, parece haver maior consenso no sentido de que a redação da cláusula indica a qualificação jurídica desejada pelas partes – que, como visto alhures, costuma ser a de *warranties*, por não ser capaz de levar à

---

*tations* em contratos com cláusulas de *exclusive remedy* (que serviriam precisamente para evitar uma ação fundada em *tort*) e argumenta: “if use of represents and warrants is an empty gesture there, economy of hypothesis suggests that it’s an empty gesture elsewhere. It also follows that there’s no reason to attribute significance to use of either represents or warrants alone” (ADAMS, Kenneth A. Eliminating the phrase *represents and warrants* from contracts. **Transactions: The Tennessee Journal of Business Law**, Knoxville, v. 16, n. 2, p. 203-229, 2015).

<sup>294</sup> “Tortious remedies are also available alongside contractual ones. The buyer could, for example, claim that it was induced to enter into a transaction by certain material misrepresentations in the seller’s representations and warranties” (RADJAI, Noradèle. Claims for breach of representations and warranties. In: POULTON, Edward (ed.). **Arbitration of M&A transactions: a practical global guide**. London: Globe Law and Business, 2014. p. 325-342. p. 331). “Representations and warranties are important – but different – tools for the contract drafter. But receiving both of them from the other side usually (...) provides a client with the best protection” (STARK, Tina L. Another view on reps and warranties. **Business Law Today**, Chicago, v. 15, n. 3, p. 1-2, 2006. p. 1). “When you put those two words together – represents and warrants – every single sentence, every statement, that follows is both a rep and a warranty” (STARK, Tina L.; KUNEY, George W. Transactional skills training: contract drafting – the basics. **Transactions: The Tennessee Journal of Business Law**, Knoxville, v. 10, n. 3, p. 139-177, 2009. p. 163). Sugerindo a combinação dos instrumentos devido aos seus diferentes “[t]ypical remedies”: IRION, Susan J. The new classroom: learning how to draft contracts in the real world. **Business Law Today**, Chicago, v. 16, n. 1, p. 49-55, 2006. p. 53.

<sup>295</sup> “Instead of glossing over the differences between representations and warranties, embrace them. Consider which statements should be (and can be) representations, which should be warranties, and which should be both. Then introduce each group with the appropriate verb” (SEPINUCK, Stephen L. The virtue of “represents and warrants”: another view. **Business Law Today**, Chicago, 2015. Disponível em: [https://www.americanbar.org/groups/business\\_law/publications/blt/2015/11/](https://www.americanbar.org/groups/business_law/publications/blt/2015/11/). Acesso em 23 dez. 2020. p. 2).

<sup>296</sup> “There’s a simple two-part solution: use *states* to introduce facts and address remedies directly” (ADAMS, Kenneth A. op. cit. p. 220 – mudando a sua opinião, pois, anteriormente, havia sugerido a utilização de *representations* em: ADAMS, Kenneth A. A lesson in drafting contracts: what’s up with “representations and warranties”?. **Business Law Today**, Chicago, v. 15, n. 2, p. 32-37, 2005). “Ideally, a stock or asset purchase agreement would not contain a separate section that stipulates the ‘representations and warranties’ upon which the transaction was predicated. Instead, what we typically refer to as ‘representations and warranties’ would be identified (and listed) as ‘indemnifiable matters’ for which the seller would be obligated to indemnify the buyer, subject to the limitations set forth in the indemnification section. As much as we would like to see this change in convention, we are not optimistic that business lawyers are ready for such a change” (WEST, Glenn D.; LEWIS JR., W. Benton. Contracting to avoid extra-contractual liability – can your contractual deal ever really be the “entire” deal?. **The Business Lawyer**, Chicago, v. 64, n. 4, p. 999-1038, 2009. p. 1037).

anulação do contrato ou à responsabilização do emissor fundada em *tort*<sup>297</sup>.

Ao que tudo indica, contudo, não se pode afirmar que as *representations and warranties* tenham constantemente uma dessas qualificações jurídicas nos Estados Unidos da América e na Inglaterra, nem que o emprego das palavras *representations* e *warranties* no contrato atraia automaticamente um determinado regime.

Com essa afirmação, não se pretende negar que a análise das palavras escolhidas pelas partes para o texto do instrumento contratual é passo essencial de qualquer processo interpretativo, nem que há nos Estados Unidos da América uma forte prevalência do *principle of freedom of contract*<sup>298</sup>, de modo que, muitas vezes, os remédios contratualmente previstos para a falsidade das *representations and warranties* (notadamente as *indemnities*) podem ser aplicados sem maiores discussões. O que se busca é apenas destacar o fato de que, como exposto acima, a própria gênese da cláusula coloca-a na divisa entre a formação da vontade das partes e o contrato – ou, se preferirem-se as figuras clássicas dos direitos estadunidense e inglês, entre as *representations* e as *warranties*. Por consequência, ainda que exista uma estipulação contratual quanto aos remédios aplicáveis (*indemnity*), o exame do caso concreto sempre poderá revelar uma outra função exercida pela cláusula naquele acordo específico e abrir as portas para a incidência de um ou outro regime legal.

Essa proposição parece ser confirmada por três dados da realidade.

O primeiro é que, como se viu há pouco, as disputas envolvendo a prática de *sandbagging* nos Estados Unidos da América são resolvidas de acordo com a legislação de cada estado

---

<sup>297</sup> “By contrast, in England, courts, practitioners, and commentators accept that those verbs do have implications for remedies, with *represents* leaving open the possibility of tort remedies for misrepresentation and *warrants* leaving open the possibility of contract remedies for breach of warranty” (ADAMS, Kenneth A. Eliminating the phrase *represents and warrants* from contracts. **Transactions: The Tennessee Journal of Business Law**, Knoxville, v. 16, n. 2, p. 203-229, 2015. p. 203). “The deletion of the term ‘representation’ is considered, in some quarters, to minimize the risk of a tortious claim for damages under the Misrepresentation Act 1967 and to remove the possibility that the buyer will attempt to rescind the agreement *ab initio* under the provisions of that act” (JONES DAY. **Jones Day commentary: some differences in law and practice between U.K. and U.S. stock purchase agreements**. 2007. Disponível em: <https://www.jonesday.com/en/insights/2007/04/some-differences-in-law-and-practice-between-uk-and-us-stock-purchase-agreements>. Acesso em: 14 dez. 2020. p. 1). Argumentando que a limitação é mais relevante no que diz respeito à indenização do que com relação a uma eventual anulação do contrato: “In most cases well-advised vendors will restrict their liability to contractual damages by exclusion of the reference to such statements being given as representations (...)”. “In practice, however, rescission is unlikely to be available by the time the representation has been found to be wrong (...)” (THOMPSON, Robert (ed.). **Sinclair on warranties and indemnities on share and asset sales**. 11<sup>th</sup> ed. London: Sweet & Maxwell, 2020. § 4-02 e 4-07).

<sup>298</sup> “The principle of freedom of contract rests on the premise that it is in the public interest to accord individuals broad powers to order their affairs through legally enforceable agreements. In general, therefore, parties are free to make such agreements as they wish, and courts will enforce them without passing on their substance. Occasionally, however, a court will decide that the public interest in freedom of contract is outweighed by some public policy and will refuse to enforce the agreement or some part of it on that ground” (FARNSWORTH, E. Allan. **Contracts**. 2<sup>nd</sup> ed. Boston: Little, Brown & Company, 1990. p. 345).

sobre as normas aplicáveis a uma *breach of warranty*, sendo os debates centrados, aparentemente, muito mais no regime legal do que do contratual.

O segundo consiste no fato de, mesmo na Inglaterra, muitos vendedores buscarem inserir nos contratos disposições expressas excluindo a aplicabilidade dos remédios fundados na *tort law*<sup>299</sup>, a demonstrar que sentem a necessidade de aclarar os termos do seu acordo mesmo quando tentam atribuir a qualificação jurídica de *warranties* às afirmações de fato constantes da cláusula.

O terceiro, e principal, é a existência de decisões, tanto nos Estados Unidos da América quanto na Inglaterra e mesmo na presença de estipulações contratuais como as mencionadas no parágrafo anterior<sup>300</sup>, reconhecendo a possibilidade de uma *misrepresentation* ter ocorrido com fundamento em uma informação contida na cláusula de declarações e garantias. Ou seja, no fim das contas, somente a interpretação indica se a informação foi inserida no contrato por ser um termo do pacto das partes (e, nessa hipótese, qual espécie de termo seria, i.e., se uma *warranty* ou uma *indemnity*) ou por ter sido relevante para a formação da sua vontade (*representation*)<sup>301</sup>. Nesse sentido, apenas a título de exemplo, cite-se um precedente de cada país.

Nos Estados Unidos da América, destaque-se o caso *ABRY Partners V, L.P. v. F&W Acquisition LLC*, 891 A.2d 1032 (Del. Ch. 2006), sobre um contrato de compra e venda de participações societárias de controle no qual as partes previram que a consequência da eventual falsidade das *representations and warranties* seria somente indenizatória. A despeito dessa estipulação, a *Court of Chancery of Delaware*, partindo da qualificação das afirmações de fato constantes da cláusula de declarações e garantias como *representations*, decidiu que o contrato poderia ser anulado devido à sua falsidade, desde que a parte interessada se desincumbisse adequadamente do ônus probatório referente à ação por *fraudulent misrepresentation*. Veja-se:

As in many acquisition agreements involving private equity firms, the Stock Purchase Agreement carefully delineated the representations and warranties

---

<sup>299</sup> PHILLIPS, John; RUNNICLES, Julian; SCHWARTZ, Jeffery. Navigating trans-atlantic deals: warranties, disclosure and material adverse change. **Journal of Financial Regulation and Compliance**, Bingley, v. 15, n. 4, p. 472-481, 2007. p. 473; e THOMPSON, Robert (ed.). **Sinclair on warranties and indemnities on share and asset sales**. 11<sup>th</sup> ed. London: Sweet & Maxwell, 2020. § 4-02.

<sup>300</sup> Nota-se ser pacífico, em ambos os países, que cláusulas desse tipo não podem proteger o vendedor no caso de *misrepresentation* fraudulenta. Nos Estados Unidos da América, essas cláusulas simplesmente não são aplicadas em tais situações. Na Inglaterra, o posicionamento é mais contundente e as cláusulas podem ser consideradas inteiramente nulas se tentarem excluir responsabilidade por fraude (PHILLIPS, John; RUNNICLES, Julian; SCHWARTZ, Jeffery. op. cit. p. 475; e THOMPSON, Robert (ed.). op. cit. § 3-03).

<sup>301</sup> “If the question of what cause of action a party is entitled to bring does not depend on the terminology used by the party that made the assertion at issue, then in the appropriate context that assertion could give rise to both a claim for misrepresentation and a claim for breach of warranty without requiring that the contract describe the assertion as both a representation and a warranty. That is what the case law indicates. See, for example, *Edwin Bender and Sons v. Ericson Livestock Commission Co.*, 421 N.W.2d 766, 770 (Neb. 1988); *Newman v. Kendall*, 154 A. 662, 664 (Vt. 1931)” (ADAMS, Kenneth A. A lesson in drafting contracts: what’s up with “representations and warranties”? **Business Law Today**, Chicago, v. 15, n. 2, p. 32-37, 2005. p. 37).

that were being made by the portfolio Company that was being sold and by the owner of that Company. (...)

More critically for purposes of this case, the Stock Purchase Agreement went further. (...) By its terms, the Stock Purchase Agreement makes an Indemnity Claim the exclusive remedy of the Buyer for misrepresentation and bars a rescission claim of the nature the Buyer has pled in this court.

(...)

For these reasons, when a seller intentionally misrepresents a fact embodied in a contract – that is, when a seller lies – public policy will not permit a contractual provision to limit the remedy of the buyer to a capped damage claim. Rather, the buyer is free to press a claim for rescission or for full compensatory damages. By this balance, I attempt to give fair and efficient recognition to the competing public policies served by contractual freedom and by the law of fraud.

Implementing this balance, I dismiss the Buyer’s claims except insofar as it can prove that the Seller intentionally misrepresented a fact within the Stock Purchase Agreement or knew that the Company had misrepresented such a fact. In either situation, the Seller would have been responsible for the injury suffered by the Buyer in reliance upon a lie.

Na Inglaterra, mencione-se o caso *Invertec Ltd v De Mol Holding BV [2009] EWHC 2471 (Ch)*, julgado pela *High Court of Justice, Chancery Division*, de cuja decisão extrai-se a seguinte passagem<sup>302</sup>:

---

<sup>302</sup> Cumpre ressaltar que casos como esse são pouco comuns na Inglaterra, devido ao relativo consenso quanto à qualificação jurídica das afirmações de fato inseridas na cláusula de declarações e garantias como *warranties* por meio do emprego desse termo específico no contrato. Por essa razão, a interpretação detalhada do pacto, em regra, leva as cortes a concluírem pela existência de um acordo das partes no sentido de que aquelas afirmações constituem apenas *warranties*, e não *representations*. Nesse sentido: “202. It is to be noted that the claimants do not rely on anything other than the terms of the warranties in the SPA as amounting to representations for this purpose. There is no reliance on any pre-contract representations; the warranties are relied on as both warranties and representations. 203. It does not seem to me that they have that dual quality. I find that they are warranties only, and not representations, for the following reasons: (i) There is a clear distinction in law between representations and warranties, and that would be understood by the draftsman of the SPA. That is likely to be the case in any transaction of this nature, but is also apparent from the SPA itself. Representations are referred to in clause 16.3, and Warranties (with a capital ‘W’) are referred to elsewhere. (ii) The warranties in this case are clearly, and at all times, described as such, and are nowhere described as representations. Those giving the warranties are described as ‘Warrantors’ (again with a capital ‘W’). The relevant wording is always in terms of warranties. (iii) The words of the warranting provision (clause 5) are words of warranty not representation. There is a legal distinction between the two and (...) there is no reason to extend the words beyond their natural meaning. In order to make the relevant material a representation one has to find something in the SPA which is capable of doing that. It is not enough that the subject matter of the warranty is capable of being a representation. One has to find out why those words are there. One finds that in clause 5; and what one finds is words of warranty, not words of representation. (iv) The Disclosure Letter (itself referred to in the SPA) also distinguishes between representations and warranties (...). (v) Clause 8 of the SPA contains significant limitations on the liability under the ‘Warranties’. It does not refer to representations. The clause is obviously a significant part of the overall structure of liability. If the warranties were capable of amounting to representations as well, then on the strict wording of this clause it would not apply to any such misrepresentation. The sellers would thus be deprived of a large part of their protection and limitation. That would be a strange and uncommercial state of affairs, and can hardly have been intended. This is strikingly so in relation to clause 8.2 containing the overall cap on recoveries and on what could be recovered from each warrantor, (unless, in relation to the overall cap a misrepresentation claim were construed as a claim under the Agreement, which would be a forced construction). (...) (vi) There is a conceptual problem in characterising provisions in the contract as being representations relied on in entering into the contract. The timing does not work. The normal case in misrepresentation involves the making of a representation, and as a result the entering into of the contract. That does not work where the only representation is said to be in the contract itself’ (*Sycamore Bidco Ltd v Breslin & Anor [2012] EWHC 3443 (Ch)*, julgado pela *High Court of Justice, Chancery Division*).

Secondly and more fundamentally, the warranties in question also amount to representations of fact as to the state of Volante on 6 October 2005. The warranties were negotiated between Invertec and DMH over a considerable period prior to the execution of the SPA. As a result, Invertec knew prior to signing that the agreement it was about to enter into contained those warranties. In those circumstances I cannot see any reason in principle why Invertec cannot claim that it was induced to into the agreement by the representations made by those warranties so as to found a misrepresentation claim if they were false, particularly if they were fraudulently made.

Por tudo o quanto exposto neste capítulo, conclui-se que, mesmo nos Estados Unidos da América e na Inglaterra, as *representations and warranties* encontram problemas de interpretação, aplicação e regulamentação, devido ao fato de invocarem dois conceitos jurídicos bastante diversos, sendo um pertinente à formação da vontade das partes e o outro considerado um termo do contrato. Mais do que isso, como essa seção do contrato de compra e venda de participações societárias de controle reúne uma série de assertivas de fato, é natural que o intérprete/julgador questione se essa (suposta) situação de fato influenciou a formação da vontade das partes ou foi meramente estabelecida como o parâmetro para aplicação de penalidades<sup>303</sup>.

Transferindo-se a cláusula de declarações e garantias para outros sistemas jurídicos, como o brasileiro, esses problemas congênitos acompanham-na, tornando obrigatória a análise da disposição tanto do ponto de vista da formação da vontade das partes (i.e., enquanto parcela do texto do instrumento contratual desprovida de valor preceptivo), quanto do ponto de vista do regulamento contratual (i.e., enquanto componente de uma regra com valor preceptivo)<sup>304</sup>. É o que se pretende fazer no próximo capítulo deste trabalho.

---

<sup>303</sup> Nesse sentido, é interessante notar que a dificuldade do direito estadunidense de fixar se uma afirmação de fato constitui uma *representation* ou uma *warranty* é antiga. Em 1907, o Conselho Editorial do *The Yale Law Journal* já discutia casos nos quais essa separação se mostrava desafiadora: THE YALE LAW JOURNAL, Editorial Board. Representations and warranties. **The Yale Law Journal**, New Haven, v. 17, n. 2, p. 117-119, 1907.

<sup>304</sup> Nesse sentido, na Espanha: “El hecho de que en Derecho inglés la frontera entre las meras ‘representations’ y las ‘warranties’ sea tenue, supone en sí mismo una importante pista para el estudio del concepto, la naturaleza y la ubicación dogmática de las manifestaciones y garantías en Derecho español. Así, deberemos tener muy en cuenta la posibilidad de su explicación en torno a construcciones jurídicas que operan ya desde la fase precontractual (...). Además, deberemos tratar desde luego la responsabilidad contractual (...)” (AGUAYO, Juan. **Las manifestaciones y garantías en el derecho de contratos español**. Pamplona: Editorial Aranzadi, 2011. *E-book*. cap. 6, item 2.2).

## 5. PROPOSIÇÃO: OS DOIS POSSÍVEIS VALORES PRECEPTIVOS DA CLÁUSULA DE DECLARAÇÕES E GARANTIAS E SUA RELEVÂNCIA QUANDO ALHEIA AO REGULAMENTO CONTRATUAL

Realizadas, nos capítulos precedentes, a caracterização da cláusula de declarações e garantias e sua contextualização no contrato de compra e venda de participações societárias de controle, bem como a recuperação das suas embaraçadas origens, consideram-se estabelecidas as premissas necessárias para destrinçar adequadamente o problema central objeto deste trabalho, qual seja, o valor preceptivo da cláusula de declarações e garantias para fins do regulamento contratual no âmbito do direito brasileiro.

Como mencionado antes, essa empreitada encontra limitação intransponível no fato de centrar-se no estudo de uma estipulação contratual, passível de ser pensada, negociada e regida de diferentes maneiras na prática. Por essa razão, formulam-se adiante somente proposições de princípio<sup>305</sup>, apresentando-se as soluções reputadas adequadas para o problema nas suas formações mais comuns (descritas no capítulo 3.3 acima), com a ressalva de que a aplicação dessas conclusões sempre dependerá da análise do caso concreto.

Isso posto, serão construídas três teses neste capítulo para buscar resolver o problema cerne da pesquisa, cada qual aplicável a uma das três funções usualmente exercidas pela cláusula de declarações e garantias antes e depois da assinatura do contrato de compra e venda de participações societárias, expostas no capítulo 3.3<sup>306</sup>. Basicamente, como se verá na sequência, entende-se que a cláusula de declarações e garantias: (i) quando isolada, não encerra valor preceptivo nem integra o regulamento contratual, tendo relevância apenas para outros fins, ligados ao preenchimento da função probatória<sup>307</sup>; (ii) quando combinada com a cláusula de exigências para o fechamento, no exercício da função assecuratória-liberatória, insere regime parcialmente condicional (valor preceptivo) no regulamento contratual, alterável por decisão de uma das partes; e (iii) quando aliada à cláusula de indenização, no desempenho da função assecuratória-reparatória, estabelece dever de o vendedor responder por determinados riscos (valor precep-

---

<sup>305</sup> Relembrando a expressão de José Engrácia Antunes, v. nota de rodapé nº 44 acima.

<sup>306</sup> “A identificação precisa da natureza jurídica de qualquer instituto jurídico exige o exame preliminar de seu aspecto funcional (*para que serve*) – i.e., ‘apreender o seu significado normativo’” (MARTINS-COSTA, Fernanda Mynarski. Ensaio sobre o descumprimento de cláusulas de declarações e garantias em alienações de participações societárias com fechamento diferido. *In*: TERRA, Aline de Miranda Valverde; GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz (coord.). **Inexecução das obrigações**: pressupostos, evolução e remédios. Rio de Janeiro: Editora Processo, 2020. v. 1, p. 741-762. p. 746).

<sup>307</sup> A doutrina aventa quatro diferentes hipóteses de valor preceptivo para a cláusula de declarações e garantias quando isolada. Pelas razões expostas nos capítulos 5.3 e 6 abaixo, nenhuma dessas teses é corroborada no presente trabalho.

tivo) no regulamento contratual.

Antes de desenvolver e fundamentar essas assertivas, cumpre mencionar que não se tem conhecimento de alegações de que a cláusula de declarações e garantias seria incompatível com o ordenamento jurídico nacional, i.e., inválida<sup>308</sup>. Nesse ponto, a unanimidade não causa surpresa. Afinal, no direito brasileiro, vige o princípio da autonomia da vontade, representado, no plano contratual, pela liberdade de contratar<sup>309</sup>, que se desdobra em (i) “faculdade de contratar e de não contratar”; (ii) “escolha da pessoa com quem fazê-lo, bem como do tipo de negócio a efetuar”; (iii) “poder de fixar o conteúdo do contrato, redigidas as suas cláusulas ao sabor do livre jogo das conveniências dos contratantes”; e (iv) autorização para qualquer um dos contratantes, “uma vez concluído o contrato, (...) mobilizar o aparato coator do Estado para fazê-lo respeitar tal como está, e assegurar a sua execução segundo a vontade que presidiu a sua constituição”<sup>310</sup>. Para o presente tema, importa destacar a ampla independência que as partes possuem para fixar o conteúdo dos seus pactos privados como melhor lhes aprouver, salvo no caso de violação de normas imperativas<sup>311</sup>, tudo no espírito do artigo 425 do Código Civil: “É lícito às partes estipular contratos atípicos, observadas as normas gerais fixadas neste Código”.

Não se vislumbram quaisquer normas imperativas a impedir as partes de um contrato de compra e venda de participações societárias de controle de lançarem mão da cláusula de declarações e garantias. Pelo contrário: desde o século XIX, Visconde de Cairu explica que, nos

---

<sup>308</sup> A questão colocar-se-ia no plano da validade (e não no da existência ou no da eficácia). Isso porque, “validade é (...) a qualidade que o negócio deve ter ao entrar no mundo jurídico, consistente em estar de acordo com as regras jurídicas (‘ser regular’). Validade é, como o sufixo da palavra indica, *qualidade* de um negócio existente. ‘Válido’ é adjetivo com que se qualifica o negócio jurídico formado de acordo com as regras jurídicas” (AZEVEDO, Antônio Junqueira de. **Negócio jurídico**: existência, validade e eficácia. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2010. p. 42).

<sup>309</sup> Nas palavras de Pontes de Miranda: “O negócio jurídico é o tipo de fato jurídico que o princípio da autonomia da vontade deixou à escolha das pessoas” (PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. **Tratado de direito privado**. Rio de Janeiro: Borsoi, 1954. t. 1. p. 90).

<sup>310</sup> PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de direito civil**. 17. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2013. v. 3. p. 20-22.

<sup>311</sup> Normas desse tipo são raras no campo do direito contratual: “A *liberdade de contratar propriamente dita* é o poder conferido às partes contratantes de suscitar os efeitos que pretendem, sem que a lei imponha seus preceitos indeclinavelmente. Em matéria contratual, as disposições legais têm, de regra, caráter *supletivo* ou *subsidiário*, somente se aplicando em caso de *silêncio* ou *carência* das vontades particulares. Prevalece, desse modo, a vontade dos contratantes. Permite-se que regulem seus interesses por forma diversa e até oposta à prevista na lei. Não estão adstritas, em suma, a aceitar as disposições peculiares a cada contrato, nem a obedecer às linhas de sua estrutura legal. São livres, em conclusão, de determinar o *conteúdo* de contrato, nos limites legais imperativos. O *princípio da liberdade de contratar* torna-se mais inteligível à luz da distinção entre *leis coativas* e *supletivas*. As primeiras ordenam ou proíbem algum ato, determinando o que se deve e o que não se deve fazer. Quando ordenam, dizem-se *imperativas*. Quando proíbem, *proibitivas*. Destinam-se as *leis supletivas* a suprir ou completar a vontade do indivíduo, aplicando-se quando ele não a declara. Ora, o *Direito Contratual* constitui-se, predominantemente, de *normas supletivas*, deixando, portanto, larga margem à vontade dos que agem em sua esfera. Nesse território, a *liberdade de contratar* domina amplamente” (GOMES, Orlando. **Contratos**. 11. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1986, p. 26). Nas páginas subsequentes, o autor explica que a liberdade de contratar também é limitada pela ordem pública e pelos bons costumes. Preceitos gerais dessas ordens, no entanto, são dificilmente violados por meio de contratos de compra e venda de participações societárias de controle.

contratos de compra e venda, “podem entrar todos os pactos, condições, e cautelas, em que as partes expressamente se ajustarem, com tanto que sejam lícitas, e não proibidas pelas Leis Cíveis”<sup>312</sup>. Entende-se, portanto, que esse dispositivo contratual é, em princípio, válido perante o direito brasileiro<sup>313</sup>.

### 5.1. Ausência de valor preceptivo: fonte de prova

Nas raras vezes em que a cláusula de declarações e garantias é inserida em contratos de compra e venda de participações societárias de controle sem ser acompanhada de previsão das consequências da eventual falsidade dos enunciados nela contidos<sup>314</sup>, a sua redação usual (examinada no capítulo 2 acima) não é capaz de, sozinha, instituir uma verdadeira parcela do regimento contratual. Com efeito, a construção “o vendedor declara e garante ao comprador que...” não estabelece nenhuma regra, não contém comando para qualquer das partes, não estipula nada que deva ou não ser feito, não cria direitos nem deveres<sup>315-316</sup>.

---

<sup>312</sup> LISBOA, José da Silva. **Princípios de direito mercantil e leis da marinha**. 6. ed. Rio de Janeiro: Typographia Academica, 1874. t. 2. p. 472.

<sup>313</sup> À mesma conclusão chega Mariana Mendes-Medeiros, para quem a cláusula de declarações e garantias regula a repartição de riscos entre os contratantes “de forma aceitável pelo direito brasileiro” (MENDES-MEDEIROS, Mariana. **Cláusulas de declarações e garantias: nos contratos internacionais de aquisição de empresas ou ativos**. 2006. Dissertação (Mestrado em Direito Internacional) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2006. p. 16). Em linha semelhante: “Não obstante a sua ampla difusão na prática empresarial, subsiste no Brasil certa confusão acerca da natureza jurídica das chamadas cláusulas de declarações e garantias. Tal confusão, porém, não tem fundamento em uma verdadeira complexidade quanto à natureza jurídica dessas cláusulas, ou em qualquer incompatibilidade com o Direito privado brasileiro” (PARGENDLER, Mariana; GOUVÊA, Carlos Portugal. As diferenças entre declarações e garantias e os efeitos do conhecimento. *In*: \_\_\_\_\_; \_\_\_\_\_; LEVI-MINZI, Maurizio (org.). **Fusões e aquisições: pareceres**. São Paulo: Almedina, 2022. p. 277-316. p. 285).

<sup>314</sup> Como mencionado anteriormente, nenhum dos contratos mais sofisticados analisados no curso deste trabalho apresenta essa configuração, enquanto 15 dos 30 menos sofisticados adotam-na.

<sup>315</sup> “O *dever jurídico* consubstancia (...) uma vinculação ou limitação imposta à vontade de quem por ele alcançado. Definido como tal pelo ordenamento jurídico, o dever há de ser compulsoriamente cumprido, sob pena de sanção jurídica – o seu não atendimento configura comportamento ilícito”. “A *obrigação* – tomado o vocábulo em sentido estrito – supõe uma situação de *dever*, em que se coloca o devedor”. “O termo *obrigação*, pois, (...) é em sentido amplo usado para designar o elemento passivo de qualquer relação jurídica. Cumpre neste passo, pois, discernir o seu significado em sentido estrito, quando a palavra *obrigação* passa a constituir o termo próprio de uma classe de relações jurídicas – a obrigacional (...). Neste sentido, estrito, a *obrigação* ‘*consubstancia*’ um vínculo em razão do qual uma pessoa (devedor) deve a outra (credor) o cumprimento de uma certa prestação. A obrigação consubstancia um *direito relativo*, na medida em que o crédito que dela decorre apenas pode ser exigido, pela pessoa ou pluralidade de pessoas dele titular, contra a pessoa ou pluralidade de pessoas na situação de devedor. (...) De outra parte, diz-se também constituir, a *obrigação*, um *direito pessoal*, conquanto que, descumprido o dever de prestação, a sua execução forçada ou providência que a substitua só é exigível por iniciativa do credor; de toda sorte, é certo que o devedor tem, perante o credor, um dever sancionado pelo Direito. Qualquer que seja a concepção – monista ou dualista – que se adote em relação à obrigação, há de ser ela entendida como modalidade específica de *dever jurídico*” (GRAU, Eros Roberto. Nota sobre a distinção entre obrigação, dever e ônus. **Revista da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo**, São Paulo, v. 77, p. 177-183, 1982. p. 178-179).

<sup>316</sup> “[T]he contractual representations and warranties are descriptive and not performative” (LIPSHAW, Jeffrey M. Of fine lines, blunt instruments, and half-truths: business acquisition agreements and the right to lie. **Delaware Journal of Corporate Law**, Wilmington, v. 32, n. 2, p. 431-479, 2007. p. 463).

A essa altura, cumpre abrir um parêntese para bem explicitar que se reputa desacertado construir raciocínio baseado na presunção de que, ao utilizarem as palavras “declaração” e “garantia” (ou outras similares, como os verbos correspondentes), as partes estariam elegendo, implicitamente, um ou outro efeito jurídico para fluir das assertivas constates da cláusula<sup>317</sup>. Isso por duas principais razões.

Em primeiro lugar, porque esses dois termos não possuem ligações claras com regimes jurídicos específicos no direito brasileiro, de modo que a sua mera presença é insuficiente para indicar que as partes teriam acordado a incidência dessa ou daquela norma, teriam estipulado essa ou aquela obrigação<sup>318</sup>. As declarações são parte do “vasto gênero das manifestações humanas”, caracterizando-se “por se destinarem ao conhecimento por outrem”. Há “diversos tipos de declaração”, sendo que a “declaração de vontade (...) distingue-se das demais pelo fato de o declarante pretender, por meio dela, determinado efeito”<sup>319</sup>. Logo, o fato de uma frase do instrumento contratual ser qualificada como declaração não é bastante para apontar um efeito supostamente pretendido pelas partes por seu intermédio. As garantias, por sua vez, podem ser de várias ordens. Pensa-se primeiro nas garantias de crédito, i.e., nos negócios jurídicos celebrados para “oferecer ao credor uma segurança de pagamento, além daquela genérica situada no patrimônio do devedor”<sup>320</sup>, que costumam ser divididas em reais (penhor, hipoteca e anticrese) e pessoais ou fidejussórias (aval e fiança)<sup>321</sup>. Lembra-se também das obrigações de garantia. Aqui, a referência obrigatória é ao pensamento de Fábio Konder Comparato<sup>322</sup>, que propôs modernizar a “classificação das obrigações segundo o seu conteúdo”. Às tradicionalmente reconhecidas obrigações de resultado e de meio, o autor perfilou as obrigações de garantia, cujo conteúdo “é a eliminação de um risco que pesa sobre o credor”, o que “significa *a fortiori* reparar as consequências de sua realização”<sup>323</sup>. Em alguns contextos, as obrigações de garantia ligam-se ao “*princípio de garantia*” – ou seja, à noção de que “[o] adquirente, sujeito a uma

---

<sup>317</sup> Como exposto no capítulo 4.2 acima, há partidários desse entendimento nos Estados Unidos da América. No Brasil, não se tem notícias de quem defenda precisamente essa tese, mas há diversas confusões em torno da denominação e da dicção da cláusula, o que justifica o presente breve excursão.

<sup>318</sup> Diferentemente do que ocorre nos Estados Unidos da América e na Inglaterra, onde, a despeito de complexos, os institutos das *representations* e das *warranties* aludem a regimes jurídicos específicos (v. capítulo 4.1.2 acima).

<sup>319</sup> AZEVEDO, Antônio Junqueira de. **Negócio jurídico e declaração negocial: noções gerais e formação da declaração negocial**. 1986. Tese (concurso para Professor Titular de Direito Civil) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 1986. p. 15.

<sup>320</sup> PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de direito civil**. 17. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2013. v. 3. p. 455.

<sup>321</sup> “A todo crédito corresponde uma garantia que o assegura. Mas ao lado dessa garantia natural do crédito numa relação de obrigação, as operações comerciais exigem, via de regra, a constituição de uma garantia complementar, de natureza real ou pessoal” (COMPARATO, Fábio Konder. **O seguro de crédito: estudo jurídico**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1968. p. 84).

<sup>322</sup> Retomado e mais profundamente explorado no capítulo 5.3 abaixo.

<sup>323</sup> 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. p. 536-537.

contraprestação, tem direito à utilidade natural da coisa, e, se ela lhe falta, precisa de estar garantido contra o alienante, para a hipótese de lhe ser entregue coisa a que faltem qualidades essenciais de prestabilidade” –, que fundamenta os institutos dos vícios redibitórios e da evicção (artigos 441 e 447 do Código Civil)<sup>324-325</sup>. Em outras circunstâncias, são instituídas em contrato de seguro, por meio do qual “o segurador se obriga, mediante o pagamento do prêmio, a garantir interesse legítimo do segurado, relativo a pessoa ou a coisa, contra riscos predeterminados” (artigo 757 do Código Civil). Nesse cenário de múltiplos significados, também a qualificação de uma frase do contrato apenas como garantia não é bastante para indicar o efeito exato supostamente desejado pelas partes.

Em segundo lugar, porque existem indícios de que, assim como ocorre nos Estados Unidos da América (v. capítulo 4.2 acima), as palavras “declarações” e “garantias” não são utilizadas nos contratos de compra e venda de participações societárias de controle regidos por lei brasileira como forma de, indiretamente, apontar algum efeito jurídico que as partes acordaram extrair. Nesse sentido vão algumas das evidências colhidas do exame das cláusulas de declarações e garantias constantes dos 30 contratos mais sofisticados consultados no curso deste trabalho<sup>326</sup>.

De início, constatou-se que, em 29 dos 30 contratos, o *caput* da cláusula contém os termos “declarações e garantias” ou “declara(m) e garante(m)” ou ainda, no caso de instrumentos redigidos em língua inglesa, “*representations and warranties*” ou “*represent(s) and warrant(s)*”. Em 10 desses 29 casos, as expressões são utilizadas pelo menos duas vezes no *caput* da cláusula (sem se considerar o seu título). Chegou-se a encontrar mais de um exemplo de construções como “os Vendedores declaram e garantem (...) que as seguintes declarações e garantias são verdadeiras...”. A cláusula do trigésimo contrato, que se afastou ligeiramente da regra, não possui *caput*, mas cada um de seus itens é introduzido por: “Os Vendedores declaram e garantem”.

Apenas esse fato é suficiente para indicar que os contratantes não atribuem sentido técnico-jurídico para essas palavras, ou seja, não pretendem que sejam interpretadas de forma a fazer surgir uma obrigação específica. Afinal, parafraseando um Professor que conduziu pes-

---

<sup>324</sup> PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de direito civil**. 17. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2013. v. 3. p. 107 e 119.

<sup>325</sup> Nessa linha, o artigo 214 do Código Comercial de 1850 estatua que o vendedor era “obrigado a fazer boa ao comprador a coisa vendida”.

<sup>326</sup> Se as expressões “declarações” e “garantias” estivessem sendo discutidas e utilizadas de alguma forma técnica, i.e., com a pretensão de atrair determinado regime jurídico, esperava-se que reflexos desse fato fossem encontrados principalmente nas avenças mais complexas, razão pela qual se focou no seu exame.

quisa análoga nos Estados Unidos da América e encontrou resultados semelhantes<sup>327</sup>, se as partes podem optar entre três caminhos com efeitos jurídicos supostamente diversos (apenas declarações, apenas garantias ou declarações e garantias), mas sempre seguem a mesma via, a explicação mais simples é a de que não reconhecem que estão fazendo uma escolha – i.e., não estão negociando o texto contratual com a intenção comum de criar, por meio daquelas expressões, determinado regime.

Essa primeira impressão é reforçada por outros achados, que podem ser assim sintetizados:

(i) das 29 cláusulas que utilizam a expressão “declarações e garantias” (ou aquelas similares mencionadas há pouco) no seu *caput*:

(i.1) uma também emprega, no próprio *caput*, a expressão “declaração ou garantia”;

(i.2) 11 também empregam, no próprio *caput*, os termos “declaração(ões)” e “declara(m)”, isoladamente;

(i.3) uma também emprega, no próprio *caput*, a expressão “representação e garantia”; e

(i.4) 10 possuem itens introduzidos por frases contendo a palavras “declara(m)” ou “garante(m)”, isoladamente;

(ii) todas as 30 cláusulas de declarações e garantias são ligadas a cláusulas de indenização, sendo que 10 delas também são aliadas a cláusulas de exigências para o fechamento;

(iii) 14 dos 30 contratos possuem cláusulas de *sandbagging* ou de *anti-sandbagging*;

(iv) 4 dos 30 contratos possuem cláusula de *sole remedy*; e

(v) em 16 dos 30 contratos, nas cláusulas referidas nos itens (ii), (iii) e (iv) acima, encontram-se as passagens “declaração(ões) ou garantia(s)” ou “*representation(s) or warranty(ies)*”, havendo ainda 2 contratos que utilizam o termo “declarações”, isoladamente, e um último que se vale das expressões “declaração ou representação” e “representação ou garantia”.

Considerando-se todas as informações acima, tem-se que apenas 5 dos 30 contratos analisados – o que corresponde ao baixo percentual de 13,33% – adotam a expressão “declarações e garantias” (ou aquelas similares) de forma consistente, sem intercalá-la com outros termos

---

<sup>327</sup> ADAMS, Kenneth A. Eliminating the phrase *represents and warrants* from contracts. **Transactions: The Tennessee Journal of Business Law**, Knoxville, v. 16, n. 2, p. 203-229, 2015. p. 213. Para a citação, v. nota de rodapé nº 293 acima.

aptos a gerar ainda mais dúvidas, como “declaração ou garantia” ou “declaração” e “garantia”, separadamente. A despeito disso, em todos os casos, as declarações e garantias são submetidas a regime contratual único, seja com relação às consequências da sua eventual falsidade (havendo cláusula de *sole remedy* ou não), seja no que concerne às práticas de *sandbagging/anti-sandbagging*.

Tudo isso leva à percepção de que – se não sempre, ao menos na maioria das vezes –, ao utilizar as palavras “declarações e garantias”, em conjunto, ou “declaração” e “garantia”, isoladamente, as partes não o fazem com determinados sentidos técnico-jurídicos em mente, ou seja, não têm a intenção comum, quando firmam a avença, de estabelecer certa obrigação ou de chamar à incidência, no futuro, de regime jurídico específico previsto na lei brasileira<sup>328</sup>.

Por essas razões<sup>329</sup> – e lembrando-se que a cláusula de declarações e garantias não estabelece, no seu corpo, nenhum dever ou direito –, chega-se à conclusão de que, quando isolada, essa disposição não assume valor preceptivo, ou seja, não faz parte do regulamento contratual, do conjunto de regras escolhidas pelas partes para reger o seu relacionamento<sup>330</sup>.

Nessa situação, a relevância dessa porção do contrato está, como adiantado no capítulo 3.3.2.1 acima, na sua função probatória, intimamente ligada à sua função informativa. Em termos bastante diretos: se as partes escrevem no instrumento que o vendedor emitiu uma série de afirmações de fato, é porque querem registrar essa circunstância, mostrando ao eventual intérprete como se deu a formação do pacto.

Essa utilização da cláusula de declarações e garantias liga-se aos artigos 219 do Código Civil<sup>331</sup> e 408 do Código de Processo Civil (Lei nº 13105/2015)<sup>332</sup>, que preveem que as decla-

---

<sup>328</sup> Não se pode negar que investigações adicionais são necessárias para selar esse entendimento, devido à limitação da amostra. Contudo, parece bastante revelador que a análise de 30 contratos de compra e venda de participações societárias de controle, muitos deles celebrados por agentes econômicos de porte e com a assessoria de advogados especializados, tenha apontado essa tendência.

<sup>329</sup> Também são essas razões que levam a não se propor, neste trabalho, uma diferenciação entre “declarações” e “garantias”, como se a cláusula em tela contivesse disposições com essas duas dúbias qualificações. A despeito de alguns autores trilharem esse caminho (v., a título de exemplo: PARGENDLER, Mariana; GOUVÊA, Carlos Portugal. As diferenças entre declarações e garantias e os efeitos do conhecimento. *In*: \_\_\_\_\_; \_\_\_\_\_; LEVI-MINZI, Maurizio (org.). **Fusões e aquisições**: pareceres. São Paulo: Almedina, 2022. p. 277-316. p. 293; e PIRES, Catarina Monteiro. **Aquisição de empresas e de participações acionistas**: problemas e litígios. Coimbra: Almedina, 2019. p. 64-66), fazem-no a partir da distinção entre *representations* e *warranties* – que, como visto no capítulo 4 acima, não é simples, clara, nem pacífica. Ao invés de seguir-se essa via, que tem o potencial de agravar os problemas congêntos da cláusula de declarações e garantias, considera-se mais adequado compreendê-la a partir dos seus possíveis valores preceptivos quando inserida em contratos regidos por lei brasileira.

<sup>330</sup> Como sempre, esta conclusão pode ser contrariada pelo caso concreto, caso haja elementos que indiquem a intenção comum das partes com maior precisão do que o mero emprego das palavras “declarações” e “garantias” no contrato.

<sup>331</sup> “Art. 219. As declarações constantes de documentos assinados presumem-se verdadeiras em relação aos signatários. Parágrafo único. Não tendo relação direta, porém, com as disposições principais ou com a legitimidade das partes, as declarações enunciativas não eximem os interessados em sua veracidade do ônus de prová-las”.

<sup>332</sup> “Art. 408. As declarações constantes do documento particular escrito e assinado ou somente assinado presu-

rações constantes de documentos assinados se presumem verdadeiras com relação aos signatários<sup>333</sup>. Significa dizer que, na presença dessa estipulação, presume-se que o vendedor efetivamente “declarou e garantiu” ao comprador, entre outros, que a situação da sociedade emissora das participações societárias objeto da operação era aquela delineada no contrato.

Assim, o instrumento contratual poderá servir, no futuro, como fonte de prova, ou seja, poderá ser utilizada como “meio [para] se reconstitu[ir] no processo as realidades externas passadas (...) que fundamentarão o julgamento da causa pelo juiz”<sup>334-335</sup>.

A presunção da veracidade do quanto registrado no contrato é, contudo, relativa, podendo “ser ilidida mediante a produção de prova em contrário”. Afinal, é a “busca da verdade real” “que deve nortear a condução da instrução do processo”<sup>336</sup>. Vale pontuar que a presunção é relativa inclusive com relação ao eventual item de fechamento da cláusula de declarações e garantias, no qual as partes afirmam que não receberam outras informações além daquelas refletidas no contrato (v. capítulo 2.3 acima), pois inexistente razão para que essa passagem do pacto receba tratamento especial. Assim, uma das partes poderá provar em juízo que, na realidade, as coisas não se passaram como documentado no contrato. Por óbvio, trata-se de prova de dificuldade constituição, por ir contra o texto do instrumento<sup>337</sup>.

---

mem-se verdadeiras em relação ao signatário. Parágrafo único. Quando, todavia, contiver declaração de ciência de determinado fato, o documento particular prova a ciência, mas não o fato em si, incumbindo o ônus de prová-lo ao interessado em sua veracidade”.

<sup>333</sup> “A presunção de veracidade constante do referido dispositivo se justifica em razão de as partes, quando entabulam determinado negócio jurídico, estarem cientes do que estão assinando, em pleno gozo de suas faculdades mentais e, portanto, aptas para a prática de atos da vida civil” (OLIVEIRA, Carlos Santos de. Da prova dos negócios jurídicos. In: TEPEDINO, Gustavo (coord.). **O Código Civil na perspectiva civil-constitucional**: parte geral. Rio de Janeiro: Renovar, 2013. p. 499-539. p. 523).

<sup>334</sup> DINAMARCO, Cândido Rangel; LOPES, Bruno Vasconcelos Carrilho. **Teoria geral do novo processo civil**. 3. ed. São Paulo: Malheiros, 2018. p. 182. Na página seguinte, os autores bem distinguem os conceitos envolvidos no direito probatório: “O direito probatório tem por conteúdo a identificação das alegações passíveis de demonstração por via da prova (*objeto da prova*), a distribuição do encargo de realizá-la e as consequências da falta de prova suficiente (*ônus da prova*), a definição dos elementos exteriores sobre os quais a atividade probatória incidirá (*fontes de prova*), as atividades processuais destinadas à comprovação das alegações (*meios de prova*) e a disciplina do valor das provas e do modo como devem ser apreciadas (*avaliação da prova*)”.

<sup>335</sup> Nesse sentido: “A oposição de declarações e garantias em um contrato de alienação de participação societária serve ao propósito de fazer prova de que determinada informação foi repassada – fato que, normalmente, permaneceria no campo das meras informações pré-contratuais, com pouco ou nenhum suporte probatório” (GREZZANA, Giacomo. **A cláusula de declarações e garantias em alienação de participação societária**. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 78); “Em todo o caso, (...) essas cláusulas poderão desempenhar (...) um papel importante na reconstituição da vontade das partes” (LOUREIRO, Catarina Tavares; FERREIRA, Manuel Cordeiro. As cláusulas de declarações e garantias no direito português: reflexões a propósito do acórdão do Supremo Tribunal de Justiça de 1 de março de 2016. **Actualidad Jurídica Uría Menéndez**, Madrid, n. 44, p. 15-30, 2016. p. 29); e “Las Manifestaciones y Garantías suponen un instrumento probatorio esencial que permite la mejora del funcionamiento contractual, asegurando, de este modo, el tráfico económico” (RIBES, Miguel Gimeno. **La protección del comprador en la adquisición de empresa**: estudio comparado de los ordenamientos español y alemán. Granada: Comares, 2013. p. 199).

<sup>336</sup> OLIVEIRA, Carlos Santos de. op. cit.. p. 510 e 523.

<sup>337</sup> “O fato de o instrumento ser forte indício da intenção comum das partes no momento de sua assinatura não significa ser impossível que as empresas tenham acertado coisa diversa ou que seu escopo tenha sido outro. Embora

Nessa configuração, pode-se questionar se as declarações e garantias devem ser qualificadas como declarações enunciativas<sup>338</sup>. Apoiando-se em Emilio Betti e Francesco Carnelutti, Francisco Paulo De Crescenzo Marino explica que as declarações enunciativas opõem-se às preceptivas/dispositivas, fundando-se a diferenciação entre as duas categorias no “fim almejado com a declaração” (i.e., na “natureza do evento psíquico alheio que o declarante pretende obter”): a declaração enunciativa pretende informar o destinatário (“apela somente à consciência do destinatário”), enquanto a declaração dispositiva destina-se a reger sua conduta (“apela à sua consciência e à sua vontade”)<sup>339</sup>. Mas, para aferir o propósito de uma declaração, o intérprete deve voltar a sua atenção mais para a valoração social do seu conteúdo e menos para o intento subjetivo do seu emissor<sup>340</sup>.

---

raro, isso pode ocorrer e deverá ser considerado pelo intérprete. Contudo, diante do pressuposto de racionalidade do agente econômico, a derrocada da presunção de que ele concordou com aquilo que assinou não é tarefa simples. Enganos acontecem, mas não de ser comprovados cabalmente para autorizar a desconsideração da palavra escrita. A *regra geral* é que o instrumento firmado constitui prova forte da intenção comum das partes; para derrubá-la, não bastam meras especulações sobre o que as partes teriam almejado. *No mais das vezes, o ônus da prova constrói-se a partir do instrumento contratual*. No direito empresarial, deve-se atribuir àquele que assinou um documento as decorrências de não ter se expressado melhor e o ônus da prova de que algo diverso teria sido contratado por *ambas* as partes. No momento da contratação, uma empresa não está obrigada a adivinhar ou a deduzir o que a outra acredita estar contratando. Isso traria para o mercado um nível de insegurança insuportável. O valor objetivo, dado pela prática e pelos usos e costumes, sobrepõe-se ao subjetivismo individualista e, por isso, a prova corporificada no instrumento firmado assume grande relevância” (FORGIONI, Paula A. **Contratos empresariais: teoria geral e aplicação**. 7. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2022. p. 261).

<sup>338</sup> Como sustentam CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAÚJO, Leonardo Barros C. de. Cláusulas de ajuste de preço, *locked box* e garantias em operações de M&A. In: BARBOSA, Henrique; BOTREL, Sérgio (coord.). **Novos temas de direito e corporate finance**. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 113-144. p. 137; FORGIONI, Paula A. Apontamentos sobre a natureza jurídica e a função econômica das cláusulas de declarações e garantias. In: GOUVÊA, Carlos Portugal; PARGENDLER, Mariana; LEVI-MINZI, Maurizio (org.). **Fusões e aquisições: pareceres**. São Paulo: Almedina, 2022. p. 333-344. p. 339; LUIZE, Marcelo Shima. Cláusulas de indenização e resolução contratual em operações de fusão e aquisição: necessidade ou mera reprodução do modelo anglo-saxão?. In: KLEINDIENST, Ana Cristina (coord.). **Estudos aplicados de direito empresarial: societário**. São Paulo: Almedina, 2016. p. 143-190. p. 152; e PONTES, Evandro Fernandes de. **Representations & warranties no direito brasileiro**. São Paulo: Almedina, 2014. p. 15-16.

<sup>339</sup> MARINO, Francisco Paulo De Crescenzo. **Interpretação do negócio jurídico**. São Paulo: Saraiva, 2011. p. 78-79.

<sup>340</sup> “L’esatto criterio della ricercata classificazione non va desunto dall’interno animo del dichiarante, guardando, diremo così, all’indietro e alla genesi psicologica individuale, ma guardano avanti, all’esterno ambiente sociale, in cui la dichiarazione viene emessa ed è chiamata a spiegare i suoi effetti e ad attingere il suo evento. Il contenuto non si identifica, è vero, con l’evento psichico, ma va determinato in funzione dell’evento sociale cui è destinato: evento ora meramente informativo, ora normativo. Orbene, secondo che il contenuto sia socialmente destinato solo a informare o chiarire (*docere*), ovvero a dettar norma o statuire (*iubere*), destinato, cioè, nell’un caso, a enunciare alcunché di esistente ovvero, nell’altro, a disporre un dover essere per il futuro, la dichiarazione dovrà qualificarsi come enunciativa o puramente rappresentativa, quando *docet*, o rispettivamente come dispositiva o precettiva o ordinativa, quando *iubet*. E poiché in tali qualifiche deve aversi riguardo all’esterno ambiente sociale in cui la dichiarazione viene emessa e ricevuta, è chiaro come non sia decisivo il tenore letterale (...) o la forma esteriore per sé, ma il significato oggettivo che, nella valutazione sociale, la dichiarazione assume entro il contorno di circostanze in cui socialmente s’inquadra (...)” (BETTI, Emilio. **Teoria generale del negozio giuridico**. 2ª ed. Napoli: Edizioni Scientifiche Italiane, 2002. p. 149-151). Na mesma linha: “Isso [o fato de a classificação calcar-se na destinação social da declaração e não na intenção do declarante] explica, ademais, que uma declaração cujo teor literal, cuja estrutura lógica seja enunciativa possa revelar, *quando considerada funcionalmente*, isto é, à luz das ideias sociais, uma valoração de dever ser para o futuro, que leve, mediante adequada interpretação, a reconhecer nela o *conteúdo preceptivo* característico de um negócio jurídico, ainda que implícito. Em outras palavras,

Partindo desses conceitos, parece possível afirmar que a cláusula de declarações e garantias, quando isolada no contrato e no exercício de sua função probatória, tem caráter enunciativo. Não obstante o dispositivo não vise exatamente a “apela[r] somente à consciência do destinatário” (mas sim a registrar as informações que lhe foram fornecidas durante a formação do contrato), viu-se acima que lhe falta o propósito de reger uma conduta, e essa aparenta ser a característica mais marcante da separação entre declarações enunciativas e preceptivas.

De qualquer forma, deve-se vincar que, mesmo se aceita essa linha de raciocínio, as declarações e garantias não podem ser enquadradas na exceção à presunção de veracidade das declarações constantes de documentos assinados, estabelecida nos seguintes termos pelo parágrafo único do artigo 219 do Código Civil: “Não tendo relação direta, porém, com as disposições principais ou com a legitimidade das partes, as declarações enunciativas não eximem os interessados em sua veracidade do ônus de prová-las”. Ainda que sejam qualificadas como declarações enunciativas, as declarações e garantias guardam relação direta com “as disposições principais” do contrato. Isso porque, na sua função probatória, são inseridas no instrumento exatamente para registrar em qual contexto essas “disposições principais” foram acordadas. Fosse a cláusula de declarações e garantias isolada desprovida da presunção de veracidade, atirar-se-ia no lixo toda uma seção do contrato, que deixaria de ter qualquer valor<sup>341</sup>.

### 5.1.1. Objeto da prova

Estabelecido que a cláusula de declarações e garantias serve, quando isolada, como meio de prova, resta tratar “das alegações passíveis de demonstração por via [dessa] prova”, i.e., das situações que podem consistir em objeto da prova<sup>342</sup>.

#### 5.1.1.1. Violação ao princípio da boa-fé objetiva

Há tempos reconhece-se, no Brasil, que as partes devem agir com boa-fé na fase pré-

---

o verdadeiramente característico de uma declaração negocial é a sua *função (destinação social a efetuar um determinado regramento de interesses)*. A estrutura (especialmente o conteúdo), ao contrário, muito embora seja tipicamente preceptiva, poderá, em outros casos, corresponder à estrutura de uma declaração enunciativa” (MARINO, Francisco Paulo De Crescenzo. **Interpretação do negócio jurídico**. São Paulo: Saraiva, 2011. p. 80).

<sup>341</sup> Contrariando-se, por consequência, a segunda regra de interpretação de Pothier: “Lorsqu’une clause est susceptible de deux sens, on doit plutôt l’entendre dans celui dans lequel elle peut avoir quelque effet, que dans celui dans lequel elle n’en pourroit avoir aucun” (POTHIER, Robert-Joseph. **Traité des obligations**. Orleans: Rouzeau-Montaut, 1761. t. 1. p. 106).

<sup>342</sup> DINAMARCO, Cândido Rangel; LOPES, Bruno Vasconcelos Carrilho. **Teoria geral do novo processo civil**. 3. ed. São Paulo: Malheiros, 2018. p. 183.

contratual. No século XIX, Visconde de Cairu já explicava que os “pactos (...) se devem guardar sendo lícitos, e honestos e ajustados em boa fé”<sup>343</sup>. Hoje, o artigo 422 do Código Civil é expresso: “Os contratantes são obrigados a guardar, assim na conclusão do contrato, como em sua execução, os princípios de probidade e boa-fé”.

Contudo, “o enunciado do art. 422 não define o que é a boa-fé” nem “descreve o comportamento devido para agir-se segundo a boa-fé”. Pode-se considerar que o “*agir segundo a boa-fé objetiva* concretiza as exigências de probidade, correção e comportamento leal hábeis a viabilizar um adequado tráfico negocial, consideradas a finalidade e a utilização do negócio (...), bem como o específico *campo de atuação* em que situada a relação obrigacional”. Mas, “a locução ‘boa-fé’” não deixa de ser “uma expressão semanticamente vaga ou aberta e, por isso, carecedora de *concretização*, sendo a tarefa de concretizar sempre, e necessariamente, contextual”<sup>344</sup>.

No âmbito dos contratos empresariais, o princípio da boa-fé objetiva ganha contornos ligeiramente mais definidos, ligando-se à “retidão de comportamento no mercado, conforme os modelos ali esperados [*inclusive o respeito às normas, próprio do homem ativo e probo*]”<sup>345</sup>, e orientando-se “pela prevalência dos vieses *confiabilidade, credibilidade e previsibilidade*, valorizando-se a posição do emissário da declaração bem como as possibilidades do cálculo dos riscos”<sup>346</sup>.

Na fase pré-contratual, o princípio da boa-fé objetiva atua gerando deveres de proteção, que tutelam “o interesse de proteção, para que, da relação obrigacional, e independentemente da realização da prestação, não resultem danos injustos para a contraparte”. Nessa categoria, costuma-se destacar o dever de informar, que importa “especialmente para possibilitar o consentimento informado. Os bens jurídicos protegidos são a higidez da manifestação negocial e a confiança que possibilita (...) acalentar expectativas” e “avaliar riscos”. No entanto, o “conteúdo e a extensão da informação” devida por uma parte à outra “são determináveis apenas em vista de um compósito de elementos contextualmente enquadrados”. “Em qualquer caso, o *quantum* informativo é questão de grau: não há dever jurídico de dação de informação ilimitada”<sup>347</sup>.

E é aí que se coloca o problema. Diante do conteúdo do artigo 422 do Código Civil, não

---

<sup>343</sup> LISBOA, José da Silva. **Princípios de direito mercantil e leis da marinha**. 6. ed. Rio de Janeiro: Typographia Academica, 1874. t. 2. p. 469.

<sup>344</sup> MARTINS-COSTA, Judith. **A boa-fé no direito privado: critérios para a sua aplicação**. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2018. p. 43 e 161.

<sup>345</sup> FORGIONI, Paula A. **Contratos empresariais: teoria geral e aplicação**. 7. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2022. p. 130.

<sup>346</sup> MARTINS-COSTA, Judith. op. cit. p. 310.

<sup>347</sup> MARTINS-COSTA, Judith. op. cit. p. 245, 580 e 587.

se pode negar que o dever de informar incide, em um grau ou outro, na fase de negociação dos contratos de compra e venda de participações societárias de controle. Mas a delimitação das suas fronteiras específicas no caso concreto é tarefa árdua, em especial devido à complexidade inerente às organizações empresariais, que produzem informações constantemente e em abundância<sup>348</sup>.

É verdade que algumas linhas gerais podem ser traçadas. Em primeiro lugar, existe um dever de informar mais acentuado do vendedor, decorrente do fato de ter acesso facilitado às informações da sociedade que controla (v. capítulo 3.3.1 acima). Em segundo lugar, tendo em vista a causa abstrata do negócio jurídico em questão (v. capítulo 3.2.1 acima), o dever de informar não é limitado a eventuais características ou fatos que circundem as participações societárias em si, mas abrange a situação da sociedade como um todo. Em terceiro lugar, o vendedor não é obrigado a prestar informações que não possa revelar por força dos deveres impostos ao controlador pela legislação societária (a depender do posicionamento da diretoria da companhia sobre o assunto) ou devido à confidencialidade decorrente de questões estratégicas (cabendo-lhe, nesse caso, ser claro quanto às informações que não serão reveladas). Em quarto lugar, o dever de informar do vendedor coloca-se em contraposição ao ônus de se informar do comprador. Significa dizer que o vendedor não é responsável por fornecer informações que o comprador pode conhecer se atuar com a diligência necessária. Tal limitação coloca-se de forma ainda mais clara se o comprador realiza *due diligence* na sociedade (como costuma ocorrer). Nesse caso, o vendedor pode adotar postura mais passiva, presumindo que o comprador (i) tem interesse em conhecer especialmente as informações solicitadas; e (ii) toma ciência das informações passíveis de compreensão a partir da análise da documentação disponibilizada<sup>349</sup>.

---

<sup>348</sup> “[A] extensão do dever de informar no âmbito dos contratos de alienação de participação societária [é] questão tormentosa na doutrina” (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. **Revista Brasileira de Direito Civil**, Belo Horizonte, v. 24, n. 2, p. 241-260, 2020. p. 246).

<sup>349</sup> BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. **Compra e venda de participações societárias de controle**. São Paulo: Quartier Latin, 2018. p. 323-346 e 356-359. Em tentativa de sistematização, Mariana Mendes-Medeiros sustenta que (i) as partes devem abster-se de fazer declarações que induzam a contraparte em erro (“ou seja, as declarações devem ser claras, precisas, verdadeiras e completas”); (ii) não há dever de informar sobre as circunstâncias externas do mercado ou sobre a conveniência do negócio; (iii) não há dever de informar fatos justificadamente desconhecidos, devendo a ignorância justificável ser medida pelo parâmetro de um empresário diligente médio; e (iv) não há dever de informar fatos que o comprador poderia conhecer de outra forma (por meio da *due diligence*, por exemplo) (MENDES-MEDEIROS, Mariana. **Cláusulas de declarações e garantias**: nos contratos internacionais de aquisição de empresas ou ativos. 2006. Dissertação (Mestrado em Direito Internacional) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2006. p. 94-104). Também sobre o ponto: “Brazilian legal scholars broadly agree that the parties’ duty of disclosure during the negotiation phase, when examined in the light of the prior due diligence, must be dealt with on a case-by-case basis” (FERRO, Marcelo Roberto; SOUZA, Antonio Pedro Garcia de. Post M&A arbitration. In: SESTER, Peter (ed.). **International arbitration**: law and practice in Brazil. Oxford: Oxford University Press, 2020. p. 405-434. p. 413). De modo mais abrangente, não circunscrito aos contratos de compra e venda de participações societárias de controle: “Obrigado a prestar informações é o contratante sabedor

Mas, mesmo com esses delineamentos, não se pode saber, de antemão, quais informações o vendedor deve fornecer ao comprador em cada situação. Por essa razão, ainda que seja pacificamente respeitado no Brasil, o dever de informar pode não oferecer grande segurança ao comprador. Afinal, caso descubra, após a transferência das participações societárias, que não foi comunicado pelo vendedor de algo que reputa relevante, o comprador precisará convencer o julgador de que deveria ter recebido aquela informação específica, sob pena de não obter a proteção correspondente (abordada mais adiante)<sup>350</sup>.

A cláusula de declarações e garantias, na configuração ora analisada, evita essa tormentosa discussão. Isso porque, independentemente do perímetro do dever de informar, não há qualquer dúvida de que, quando uma das partes escolhe comunicar a outra de algo, tem de fazê-lo corretamente, ou seja, tem um dever de verdade. Com efeito, “há, incontroversamente, o dever de ser veraz nas informações que se divulga”<sup>351</sup>. Assim, a presença da cláusula muda o

---

de fatos ou circunstâncias que interessam à declaração de vontade da outra parte, ou aquele não pode, razoavelmente transferir o ônus de apreender tais fatos à outra parte, porque eles lhe dizem respeito, de modo pessoal e direto” (COMPARATO, Fábio Konder. A obrigação de informar no direito contratual. *In*: UNIVERSIDAD DE LA REPÚBLICA, Facultad de Derecho, Instituto de Derecho Comercial. **Estudios jurídicos en memoria del Profesor Rodolfo Mezzera Alvarez**. Montevideo: Fundación de Cultura Universitaria, 1999. p. 249-256. p. 252). Sob outra perspectiva: “O dever pré-contratual de informar (...) é constituído (...) por dois elementos: um material e um moral. O elemento material seria um fato pertinente, suscetível de causar, no credor da informação, a reação de que, se tivesse conhecimento daquele dado específico, teria adotado comportamento diferente. O moral, por vezes de difícil definição, consistiria, no mínimo, no conhecimento ou na ignorância ilegítima sobre a importância da informação e da relevância que esta apresenta para a contraparte” (BENETTI, Giovana. **Dolo no direito civil**: uma análise da omissão de informações. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 228). Ainda sobre o tema, v. GREZZANA, Giacomo. **A cláusula de declarações e garantias em alienação de participação societária**. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 251-293.

<sup>350</sup> Nesse sentido, pronunciou-se recentemente o Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo: “**Negócio jurídico empresarial**. Contrato de compra e venda de quotas e outras avenças. (...) **Boa-fé objetiva**. Dever de informar dos vendedores deve ser examinado em conjunto com o dever de se informar dos compradores, eis que ambos decorrentes da boa-fé objetiva. Análise das circunstâncias do caso que revela a preponderância do dever de se informar ante a disponibilidade de informações a respeito da situação do passivo da sociedade. Ausência de cautela mínima e assunção de riscos inerentes ao negócio adquirido pelos compradores” (BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial. Apelação Cível nº 1011573-19.2017.8.26.0100, São Paulo, SP, 14 de dezembro de 2021).

<sup>351</sup> MARTINS-COSTA, Judith. Os regimes do dolo no direito brasileiro: dolo antecedente, vício informativo por omissão e por comissão, dolo acidental e dever de indenizar. **Revista dos Tribunais**, São Paulo, v. 923, p. 115-143, 2012. p. 128. No mesmo sentido: ARAGÃO, Leandro Santos de. Dever de informar e operações de reorganização societária – procedimento preparatório e as informações assimétricas. *In*: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; \_\_\_\_\_ (coord.). **Reorganização societária**. São Paulo: Quartier Latin, 2005. p. 51-97. p. 66-67 (“Nestes casos, anotam os civilistas, em que pese a liberdade, as proposições jurídicas atuam muito mais com relação a determinados deveres anexos (...), relacionados com a veracidade da informação e a lealdade da conduta: se alguém, que não tinha obrigação de informar, resolve fazê-lo, a informação repassada deve ser, então, a correta e a completa”); CITOLINO, Carolina Bosso. **Indenização pelo descumprimento da cláusula de declarações e garantias no Brasil**. 2013. Monografia (Pós-Graduação *Lato Sensu* em Direito) – Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, São Paulo, 2013. p. 71 (“esses deveres de conduta se manifestam no (...) dever de prestar informações precisas, verdadeiras e completas”); CUNHA, Juliana Bonazza Teixeira da. **A qualificadora “no melhor conhecimento” em contratos de compra e venda de participação societária**. 2016. Dissertação (Mestrado em Direito) – Escola de Direito de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2016. p. 49 (“Quem não tinha obrigação de informar, e resolve fazê-lo, deve repassar a informação de forma correta e completa”); GREZZANA, Giacomo. op. cit. p. 278-279 (“Mesmo informações prestadas espontaneamente devem ser verídicas”); RODRIGUES, Silvio. **Dos defeitos dos atos jurídicos**. 2. ed. São Paulo: Max Limonad, 1963. v. 1. p. 239-240 (“Contudo, a maioria dos

foco do debate, que pode se centrar nesse outro dever, com definição muito mais clara. Melhora-se substancialmente a situação do comprador, que não precisa demonstrar que o vendedor deixou (ato negativo) de cumprir com o dever de informar (de delineamento pouco claro), mas sim que violou (ato positivo) o dever de verdade (de evidente contorno). De forma direta: quando o instrumento é assinado, as informações que embasaram a decisão das partes de celebrar o contrato já foram trocadas; ao registrá-las na cláusula de declarações e garantias, as partes trazem a sua veracidade/falsidade para o centro do palco; não importa mais o que o vendedor tinha ou não o dever de informar, mas sim o que efetivamente informou e, principalmente, se o fez de forma apropriada<sup>352-353</sup>.

Portanto, a cláusula de declarações e garantias pode evidenciar (fonte de prova) uma eventual violação do dever de verdade (objeto da prova). Contudo, não basta que se demonstre a incongruência entre a afirmação constante do dispositivo contratual e a realidade, pois só há infração ao dever de verdade – ato ilícito – se o agente tiver agido com culpa, consoante disposto no artigo 186 do Código Civil<sup>354-355</sup>. Na avaliação desse elemento, releva ponderar a possível imprudência/negligência do acusado, na hipótese de ter optado por comunicar algo à contra-

---

juristas entende que a obrigação de falar a verdade independe de imposição legal, decorre das necessidades do comércio jurídico. (...) Principalmente no campo do Direito das Obrigações, o dever de falar a verdade parece-me genérico. (...) Mas a lei impõe que o clima do contrato seja o da boa-fé e reclama que as obrigações se cumpram dentro de um ambiente de respeito às regras éticas, (...) estatuindo a regra, no que concerne à constituição dos contratos, de que tanto na fase de pontuação, como na de sua feitura, os contraentes devem ter sua conduta pautada pela mais estrita boa-fé”; e SABADIN, Mariana Guerra. **Autonomia privada e licença para mentir**: uma investigação sobre a possibilidade de limitação contratual da responsabilidade por dolo. 2015. Dissertação (Mestrado em Direito) – Escola de Direito de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2015. p. 25 (“a despeito de não haver um amplo dever legal de informar, há incontestável dever de ser verdadeiro nas informações que se divulga”).

<sup>352</sup> Por essa razão afirmou-se, no capítulo 4.1.1 acima, que o fato de o direito estadunidense e o direito inglês não reconhecerem um dever de informar genérico não os distancia tanto do direito brasileiro como se poderia imaginar. Tanto lá quanto aqui, a cláusula de declarações e garantias contribui como fonte de prova da eventual violação do dever de verdade, seja porque inexistente dever de informar genérico (nos Estados Unidos da América e na Inglaterra), seja porque esse dever tem contornos demasiadamente incertos (no Brasil). Também por essa razão, não se pode concordar com quem afirma que “a não inclusão de cláusula de representação e garantia em contratos societários não diminui a proteção das partes contratuais, na medida em que são estas cláusulas a representação expressa e pormenorizada do dever de informação presente na cláusula geral da boa-fé objetiva que permeia todo o arcabouço contratual. Isto é, as declarações constantes desta cláusula não precisam vir expressas para serem oponíveis às partes contratantes” (MULHOLLAND, Caitlin Sampaio. As cláusulas de representação e garantia e a aplicação do princípio da boa-fé objetiva nos contratos paritários. *In*: FIUZA, César Augusto de Castro; RODRIGUES JÚNIOR, Otávio Luiz; CARVALHO NETO, Frederico da Costa (coord.). **Direito civil I**. Florianópolis: CONPEDI, 2014. p. 91-107. p. 104).

<sup>353</sup> Essa mudança de paradigma do dever de informar para o dever de verdade parece dar sentido para as chamadas metadecarações, que tratam da veracidade e da completude das próprias declarações e garantias (v. capítulo 2.2.2 acima). Isso porque, se alguma informação tiver sido omitida nas declarações e garantias, será mais fácil para o comprador demonstrar que o vendedor violou o dever de verdade ao afirmar que aquelas assertivas eram completas.

<sup>354</sup> “Art. 186. Aquele que, por ação ou omissão voluntária, negligência ou imprudência, violar direito e causar dano a outrem, ainda que exclusivamente moral, comete ato ilícito”.

<sup>355</sup> Também há responsabilidade no caso de dolo, mas essa questão é analisada em separado, no capítulo 5.1.1.3 abaixo.

parte sem ter elementos mínimos para confiar na informação que transmitiu<sup>356</sup>.

Provado o ato ilícito, ainda caberá ao prejudicado demonstrar que “houve a celebração do contrato não correspondente às legítimas expectativas devido ao fornecimento pelo parceiro negocial de informações falsas” (dano e nexo de causalidade)<sup>357</sup>. Preenchidos todos esses requisitos, “a consequência será o nascimento de responsabilidade civil, por culpa *in contrahendo* (responsabilidade pré-contratual, ou pré-negocial)”, nos termos do artigo 927 do Código Civil<sup>358-359</sup>. Como sempre, a “indenização mede-se pela extensão do dano” (artigo 944 do Código Civil), de modo que “o lesado deverá ser reconduzido à situação em que estaria não fosse a ocorrência do ato lesivo”<sup>360</sup>. No caso, o ato lesivo é o fornecimento da informação falsa, pelo que cabe ao infrator reparar o interesse negativo do ofendido, ou seja, colocá-lo na posição em que estaria se não tivesse recebido aquela informação<sup>361</sup>.

Esse valor nada tem a ver com as eventuais despesas que a sociedade tiver efetuado para

---

<sup>356</sup> “De la misma forma que *es culpa* acometer una labor para la que se necesita una cualidad de perito, sin serlo, *es igualmente culpa*, sin necesidad de más consideraciones, el afirmar lo que se ignora” (PERERA, Ángel Carrasco. Manifestaciones y garantías y responsabilidad por incumplimiento. In: ARJONA, José María Álvarez; \_\_\_\_\_ (dir.). **Fusiones y adquisiciones de empresas**. Cizur Menor: Aranzadi, 2004. p. 257-308. p. 289).

<sup>357</sup> MARTINS-COSTA, Judith. Um aspecto da obrigação de indenizar: notas para uma sistematização dos deveres pré-negociais de proteção no direito civil brasileiro. **Revista dos Tribunais**, São Paulo, v. 867, p. 11-51, 2008. p. 39. No mesmo sentido: “una *rappresentazione o dichiarazione*, vertete sulle caratteristiche dei beni sociali, le prospettive reddituali e così via, (...) può essere valutata alla stregua del canone della buona fede nello svolgimento delle trattative come *durante la formazione* del contratto e qualificata come illecita ogni qual volta abbia indotto il contraente a stipulare a condizioni diverse da quelle che egli avrebbe accettato in assenza della scorrettezza del venditore” (CONFORTINI, Claudia. **Il governo dei rischi nella vendita di partecipazioni**. Milano: Giuffrè, 2020. p. 265).

<sup>358</sup> “Art. 927. Aquele que, por ato ilícito (arts. 186 e 187), causar dano a outrem, fica obrigado a repará-lo”.

<sup>359</sup> MARTINS-COSTA, Judith. **A boa-fé no direito privado**: critérios para a sua aplicação. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2018. p. 459 e 591. No mesmo sentido: ABLA, Maristela Sabbag. Sucessão empresarial – declarações e garantias – o papel da *legal due diligence*. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de (coord.). **Reorganização societária**. São Paulo: Quartier Latin, 2005. p. 99-121. p. 112-113; CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAÚJO, Leonardo Barros C. de. Cláusulas de ajuste de preço, *locked box* e garantias em operações de M&A. In: BARBOSA, Henrique; BOTREL, Sérgio (coord.). **Novos temas de direito e corporate finance**. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 113-144. p. 136-137; LUIZE, Marcelo Shima. Cláusulas de indenização e resolução contratual em operações de fusão e aquisição: necessidade ou mera reprodução do modelo anglo-saxão?. In: KLEINDIENST, Ana Cristina (coord.). **Estudos aplicados de direito empresarial**: societário. São Paulo: Almedina, 2016. p. 143-190. p. 176; e FORGIONI, Paula A. Apontamentos sobre a natureza jurídica e a função econômica das cláusulas de declarações e garantias. In: GOUVÊA, Carlos Portugal; PARGENDLER, Mariana; LEVI-MINZI, Maurizio (org.). **Fusões e aquisições**: pareceres. São Paulo: Almedina, 2022. p. 333-344. p. 339-340. Admitindo ou relatando solução análoga em Portugal e na Espanha: FONSECA, Patrícia Afonso. A negociação de participações de controlo: a jurisprudência. In: VASCONCELOS, Pedro Pais de; ABREU, Jorge Manuel Coutinho de; DUARTE, Rui Pinto (org.). **I Congresso Direito das Sociedades em Revista**. Coimbra: Almedina, 2011. p. 27-40. p. 31 e 38-39; PIRES, Catarina Monteiro. **Aquisição de empresas e de participações acionistas**: problemas e litígios. Coimbra: Almedina, 2019. p. 135; PRESAS, Ana Soler. Tratamiento jurídico de la frustración tras la adquisición de una empresa. **Anuario de Derecho Civil**, Madrid, v. 67, n. 1, p. 81-111, 2014. p. 93; e RIBES, Miguel Gimeno. **La protección del comprador en la adquisición de empresa**: estudio comparado de los ordenamientos español y alemán. Granada: Comares, 2013. p. 134-135.

<sup>360</sup> STEINER, Renata C. **Reparação de danos**: interesse positivo e interesse negativo. São Paulo: Quartier Latin, 2018. p. 71.

<sup>361</sup> GORESCU, Carla Pavesi. **Delimitação da indenização em operações de fusões e aquisições no Brasil**. São Paulo: Almedina, 2020. p. 111.

transformar a situação real naquela esperada pelo comprador. A informação falsa é fornecida durante as tratativas entre as partes, de modo que os danos passíveis de reparação são apenas aqueles sofridos diretamente pelo comprador<sup>362</sup> – que, como visto há pouco, se situam no plano da formação do contrato, que o comprador decide celebrar com base naquela informação falsa. Por consequência, em regra, o dano corresponde à diferença entre as condições do pacto firmado e aquelas mais benéficas que teriam sido acordadas na ausência do ilícito, notadamente no que diz respeito ao preço<sup>363</sup>.

Mais uma vez, a empreitada do comprador não é simples. Faz-se necessário demonstrar que ambas as partes teriam aceitado celebrar o contrato por outro preço caso aquela informação falsa não tivesse sido fornecida<sup>364</sup>. Parece suficiente que se produzam indícios fortes nesse sentido, pois, tratando-se de situação hipotética, a prova será quase sempre impossível. Mas, ainda que admitida essa flexibilização, o comprador enfrentará dificuldades para desincumbir-se do ônus probatório. Isso porque, em regra, o preço das participações societárias não é calculado de modo estritamente matemático, com a simples inserção de dados em fórmulas. Na realidade, toda ordem de elementos subjetivos e objetivos influencia a decisão das partes nessa seara<sup>365</sup>.

---

<sup>362</sup> Nesse sentido, prevê o artigo 403 do Código Civil: “Ainda que a inexecução resulte de dolo do devedor, as perdas e danos só incluem os prejuízos efetivos e os lucros cessantes por efeito dela direto e imediato, sem prejuízo do disposto na lei processual”.

<sup>363</sup> “Isso leva à conclusão de que a indenização (...) não pode fazer mais do que sancionar o interesse negativo, quase sempre consistente no pagamento de indenização equivalente ao *quantum* que o adquirente teria pago a menor pela participação” (GREZZANA, Giacomo. **A cláusula de declarações e garantias em alienação de participação societária**. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 304). Nada obstante, devem também ser considerados eventuais outros prejuízos que defluam diretamente do ilícito, caso provados.

<sup>364</sup> Nesse sentido, tratando da ação de indenização por dolo acidental, com raciocínios que podem ser transpostos para a situação em análise: “Há de ser considerado o interesse negativo, isto é: buscam-se apagar os danos causados pela mentira, ao invés de colocar a parte na situação que ela estaria caso a mentira fosse verdade, como no interesse positivo. Neste caso, diz Pontes de Miranda, há *ação de diferença*: se alegado dolo acidental, e o dolo apenas influiu quanto ao preço, a reparação é pelo *preço que seria* se não tivesse havido o dolo, cabendo a prova ao autor” (MARTINS-COSTA, Judith. Os regimes do dolo no direito brasileiro: dolo antecedente, vício informativo por omissão e por comissão, dolo acidental e dever de indenizar. **Revista dos Tribunais**, São Paulo, v. 923, p. 115-143, 2012. p. 136); e “O réu pode objetar que o ato jurídico, se não tivesse havido o dolo, se teria concluído com outras cláusulas (*dolus incidens*, art. 93) e a indenização há de atender a isso. Se o dolo apenas influiu quanto ao preço, *e. g.*,  $2x$  em vez de  $x$ , não há anulabilidade; há, tão-só, reparação, segundo o art. 93. O autor tem de provar que, sem o dolo, o outro figurante teria negociado a coisa por  $x$ . Há redução do preço, indiretamente; isso de modo nenhum se confunde com o abatimento, direto, da ação *quantum minoris*” (PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. **Tratado de direito privado**. Rio de Janeiro: Borsoi, 1954. t. 4. p. 345-346). Ainda sobre o tema, v. GORESCU, Carla Pavesi. **Delimitação da indenização em operações de fusões e aquisições no Brasil**. São Paulo: Almedina, 2020. p. 127-135.

<sup>365</sup> “Le prix correspond à un fait constaté mais qui est le résultat d’éléments subjectifs inhérents à toute négociation. (...) Ce n’est pas parce que l’acheteur aurait connu l’existence d’une dette de 1 million de francs que le prix de cession aurait automatiquement été inférieur d’un million à celui qui a été accepté. Ce prix de cession étant le résultat d’un compromis, di la dette avait été connue, elle aurait été prise en compte comme l’un des éléments de la négociation ; elle aurait naturellement influencé le prix de cession, mais certainement pas pour sa valeur mathématique” (DANET, Didier. Cession de droits sociaux: information préalable ou garantie des vices?. **Revue Trimestrielle de Droit Commercial et de Droit Économique**, Paris, v. 45, n. 2, p. 315-349, 1992. p. 340-341). “[I]l prezzo comunque pattuito dalle parti non rappresenta un valore obiettivo, non riflette cioè il valore intrinseco delle azioni trasferite: è l’indice del rapporto tra i valori che le parti hanno attribuito alle reciproche prestazioni e quindi

Visando a possibilitar a reparação do lesado, José Ferreira Gomes propõe adotar-se uma “presunção de comportamento conforme a informação”, ou seja, partir-se da premissa de que o comprador tomaria decisão diferente se não tivesse recebido a informação falsa, “quando racionalmente (objetivamente) essa seja a decisão mais correta”<sup>366</sup>. A sugestão parece adequada quando se toma em conta o “pressuposto de funcionamento do mercado”, qual seja, o de que “os comerciantes ativos e probos agem *racionalmente*”<sup>367</sup>.

Ainda no que tange à indenização, nota-se que há autores que defendem que a situação hipotética, a ser comparada com o preço real acertado pelas partes, seria aquela que se daria se a informação correta tivesse sido conhecida pelo comprador<sup>368</sup>. Conquanto isso possa ocorrer, é importante bem separar as coisas: se o comprador demonstra apenas a violação ao dever de verdade (de comprovação relativamente mais fácil, por meio do emprego da cláusula de declarações e garantias como fonte de prova), deve-se considerar a situação em que estaria se não tivesse recebido a informação falsa; se o comprador vai além e consegue convencer que o vendedor tinha dever de informar com relação àquele ponto (questão que se distancia da cláusula de declarações e garantias), aí cabe levar em conta a situação em que estaria se tivesse recebido a informação verdadeira.

O quanto exposto até aqui revela um agradável paralelismo: no desempenho da função probatória, a cláusula de declarações e garantias visa a registrar as informações fornecidas pelo vendedor ao comprador na fase pré-contratual, relacionando-se fortemente com a função informativa (v. capítulo 3.3.2.1 acima); e, quando o comprador consegue demonstrar que o vendedor causou-lhe prejuízos por ter violado o seu dever de verdade, utilizando a cláusula de declarações e garantias como meio de prova do havido antes da celebração do pacto, há responsabilidade pré-contratual.

Antes de encerrar-se esta parcela da exposição, três ponderações finais são pertinentes.

Em primeiro lugar, cumpre ressaltar que a responsabilidade pré-contratual por violação do dever de verdade (ou mesmo do dever de informar) não pode ter lugar no caso de *sandbagging* – i.e., quando o comprador toma ciência da falsidade da informação recebida do vendedor

---

dell’equilibrio di interessi raggiunto nell’accordo negoziale. Accanto ad elementi oggettivi e misurabili in termini ‘economici’ si affiancano anche valutazioni di carattere soggettivo e personale, che possono incidere in maniera decisiva sulle valutazioni finali raggiunte” (TINA, Andrea. **Il contratto di acquisizione di partecipazioni societarie**. Milano: Giuffrè, 2007. p. 132-133).

<sup>366</sup> GOMES, José Ferreira. **M&A: aquisição de empresas e de participações sociais**. Lisboa: AAFDL, 2022. p. 418-419.

<sup>367</sup> FORGIONI, Paula A. **Contratos empresariais: teoria geral e aplicação**. 7. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2022. p. 105.

<sup>368</sup> GREZZANA, Giacomo. **A cláusula de declarações e garantias em alienação de participação societária**. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 303; e PIRES, Catarina Monteiro. **Aquisição de empresas e de participações acionistas: problemas e litígios**. Coimbra: Almedina, 2019. p. 142.

antes do fechamento da operação. Nesse caso, não há nexos de causalidade entre o ato ilícito e o suposto dano, que não pode ser reputado consequência daquela falta do vendedor, tendo em vista que o comprador toma a decisão de seguir adiante após conhecê-la.

Em segundo lugar, pautou-se o raciocínio construído neste capítulo pela ótica do comprador, mas vale pontuar que, enquanto meio de prova, a cláusula de declarações e garantias também assiste ao vendedor que se portou conforme a boa-fé objetiva. Tendo em vista a facilidade com que o vendedor pode, simplesmente apontando para o instrumento contratual, demonstrar a lisura do seu comportamento, é bem provável que a cláusula de declarações e garantias até mesmo iniba o comprador oportunista, que poderia utilizar a falta de documentação das tratativas para tentar obter indenização indevida.

Em terceiro e último lugar, há de se registrar que a cláusula de declarações e garantias não tem o efeito automático de limitar nem de robustecer o dever de informar.

Por um lado, o fato de as partes terem escolhido abarcar determinados temas no dispositivo não significa que outros sejam irrelevantes para o comprador. Em outras palavras, caso o vendedor oculte informação relevante, o mero fato de tal informação não se enquadrar em alguma das declarações e garantias não será capaz de afastar o seu dever de indenizar. Defender posição contrária seria ineficiente (pois forçaria o comprador a exigir declarações e garantias sobre questões de interesse remoto, sob pena de ver-se desamparado face à falta de boa-fé do comprador) e incoerente (pois protegeria o vendedor violador da boa-fé objetiva e penalizaria o comprador por não solicitar informação que não sabia precisar pedir). E nada há na legislação a autorizar a ideia de que a existência de uma cláusula de declarações e garantias afastaria o dever de informar/agir de boa-fé do vendedor com relação a outras questões além das ali abrangidas<sup>369-370</sup>.

Por outro lado, também não se pode afirmar que a negociação da cláusula de declarações

---

<sup>369</sup> “However, the clause does not have the reverse effect: if a certain characteristic was not included in the representations and warranties, it does not mean that it may not be deemed to be among the matters that the parties have to disclose or bear responsibility for. The parties may have invested considerable energy in negotiating the list and one party may intentionally have omitted certain matters, under the illusion that this would have been sufficient to avoid any liability in that connection. However, if the matter left out is material, the other party may be entitled to claim (...) compensation for damages. The duty of disclosure may not be contracted out of and is considered to be such a cornerstone that it applies even to sales that are made ‘as is’” (CORDERO-MOSS, Giuditta. Conclusion: the self-sufficient contract, uniformly interpreted on the basis of its own terms: an illusion, but not fully useless. *In*: \_\_\_\_\_ (ed.). **Boilerplate clauses, international commercial contracts and the applicable law**. Cambridge: Cambridge University Press, 2011. p. 344-373. p. 366-367).

<sup>370</sup> Pode-se imaginar que, confrontando com uma ação fundada em violação do dever de informar, o vendedor alegue ter partido da premissa de que o comprador somente estava interessado nas questões acerca das quais solicitou declarações e garantias. Não obstante esse raciocínio possa ser comprovado no caso concreto, parece mandatório rechaçá-lo se a informação omitida for (i) de tal relevância que, no padrão de mercado, seria esperado que o comprador quisesse conhecê-la; ou (ii) tão inesperada que um comprador diligente sequer cogitaria precisar solicitá-la.

e garantias gera um dever de “divulgação plena e integral de informações”<sup>371</sup>, porque é impossível que o vendedor consiga verdadeiramente transmitir todos os dados existentes sobre a sociedade, a empresa etc.<sup>372</sup>. Fosse esse o padrão, ninguém lograria atingi-lo. Na realidade, como mencionado anteriormente, a extensão do dever de informar depende de todas as circunstâncias do caso concreto.

### 5.1.1.2. Erro

Há erro se, “[t]endo sobre um fato ou sobre um preceito noção inexata ou incompleta, o agente emite sua vontade de modo diverso do que a manifestaria, se deles tivesse conhecimento exato, ou completo. Crê verdadeiro o que é falso, ou falso o que é verdadeiro”<sup>373</sup>. Os negócios jurídicos são anuláveis “quando as declarações de vontade emanarem de erro substancial que poderia ser percebido por pessoa de diligência normal, em face das circunstâncias do negócio”, ou de “falso motivo (...) expresso como razão determinante” (artigos 138 e 140 do Código Civil)<sup>374</sup>, sendo substancial aquele erro que “vicia o ato em sua substância, determinando uma declaração de vontade que não seria emitida se o declarante tivesse representação exata da realidade”<sup>375</sup>. Entre as espécies de erro substancial previstas no artigo 139 do Código Civil, interessam à presente análise principalmente os erros quanto “ao objeto principal da declaração, ou a alguma das qualidades a ele essenciais”<sup>376</sup>.

---

<sup>371</sup> CUNHA, Juliana Bonazza Teixeira da. **A qualificadora “no melhor conhecimento” em contratos de compra e venda de participação societária**. 2016. Dissertação (Mestrado em Direito) – Escola de Direito de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2016. p. 48. No mesmo sentido: CITOLINO, Carolina Bosso. **Indenização pelo descumprimento da cláusula de declarações e garantias no Brasil**. 2013. Monografia (Pós-Graduação *Lato Sensu* em Direito) – Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, São Paulo, 2013. p. 13 e 69.

<sup>372</sup> “It is sometimes said – though rarely seriously believed – that the law should require ‘full’ disclosure. The reason such statements cannot be taken literally is that truly full disclosure will usually be impossible. Even for the simplest contracts, there is generally far more information that *might* be disclosed than it would ever be possible to communicate” (CRASWELL, Richard. *Taking information seriously: misrepresentation and nondisclosure in contract law and elsewhere*. **Virginia Law Review**, Charlottesville, v. 92, n. 4, p. 565-632, 2006. p. 575).

<sup>373</sup> GOMES, Orlando. **Introdução ao direito civil**. 7. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1983. p. 366.

<sup>374</sup> O campo estreito da anulabilidade do negócio jurídico por erro justifica-se pela necessidade de proteger também o receptor da declaração de vontade viciada. Na vigência do Código Civil de 1916, no qual a cognoscibilidade do erro ainda não era posta como premissa para a anulação do negócio jurídico, Silvio Rodrigues constava uma “indiferença do legislador pela posição daquele a quem se dirige a manifestação volitiva; pois, embora esteja de boafé e sofra prejuízo por ter acreditado numa declaração que a toda gente parecia legítima e inatacável, verá decretada a anulação do negócio jurídico em que se fiou, se ficar provado o erro do declarante” (RODRIGUES, Silvio. **Dos defeitos dos atos jurídicos**. 2. ed. São Paulo: Max Limonad, 1963. v. 1. p. 85).

<sup>375</sup> GOMES, Orlando. *op. cit.* p. 367.

<sup>376</sup> As outras hipóteses de erro substancial previstas no artigo 139 do Código Civil – erro que “interessa à natureza do negócio”, erro que “concerne à identidade ou à qualidade essencial da pessoa a quem se refira a declaração de vontade, desde que tenha influído nesta de modo relevante”, ou erro que, “sendo de direito e não implicando recusa à aplicação da lei, for o motivo único ou principal do negócio jurídico” – não geram maiores dúvidas relacionadas à cláusula de declarações e garantias e têm poucas chances de ocorrer no âmbito de contratos de compra e venda de participações societárias de controle, que são usualmente celebrados após negociação intensa.

Discorrendo sobre o erro quanto “ao objeto principal da declaração, ou a alguma das qualidades a ele essenciais” (ainda na vigência do Código Civil de 1916, idêntico ao atual nesse ponto), Orlando Gomes explica tratar-se de “*error in corpore*, o que recai na identidade ou nas qualidades da coisa”<sup>377</sup>. Na mesma linha, Clóvis Beviláqua entende haver “erro sobre o objecto principal da declaração (*in ipso corpore rei*), quando a coisa directamente visada pelo acto não é a que estava na intenção do agente”, enquanto ocorre “erro sobre qualidades essenciaes do objecto, quando estas são de ordem a influir na determinação da vontade e se supunham existentes”<sup>378-379</sup>. Percebe-se que, para ambos os autores, o termo “objeto” refere-se, nessa situação, a um bem (v. capítulo 3.2.2 acima) ou, no caso dos contratos de compra e venda, à coisa cujo domínio uma das partes obriga-se a transferir à outra (artigo 481 do Código Civil).

A exceção, também nesse ponto, fica por conta de Antônio Junqueira de Azevedo, que, em harmonia com a sua compreensão ampla da noção de objeto do negócio jurídico (v., novamente, capítulo 3.2.2 acima), sustenta serem “erros que podem levar à anulabilidade: (...) o erro sobre as cláusulas principais da declaração”, “o *error in corpore*” e “o *error in substantia*”. E afirma: “[é] verdade que, em geral, se lê ‘*objeto principal da declaração*’ como sendo a coisa, objeto do negócio (*error in corpore*), que, certamente, está incluída na previsão; mas *objeto* é palavra de vários significados”<sup>380</sup>.

No âmbito dos contratos de compra e venda de participações societárias de controle, o erro quanto “ao objeto principal da declaração” é aquele que diz respeito às próprias participações societárias (por tudo o quanto exposto, mais uma vez, no capítulo 3.2.2 acima). Caso se aceite a linha de Antônio Junqueira de Azevedo, pode-se cogitar também do erro acerca das

---

<sup>377</sup> GOMES, Orlando. **Introdução ao direito civil**. 7. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1983. p. 368.

<sup>378</sup> BEVILÁQUA, Clóvis. **Código Civil dos Estados Unidos do Brasil comentado**. 2. ed. São Paulo: Livraria Francisco Alves, 1921. v. 1. p. 324.

<sup>379</sup> Ainda no mesmo sentido: “*Erro essencial quanto ao objeto principal da declaração, ou alguma de suas qualidades essenciais*. Aqui, o erro incide sobre a identidade do objeto do negócio jurídico. Tem aplicação a essa matéria tudo quanto dissermos a propósito do que se deva entender por substância. Quanto ao objeto, o erro pode ocorrer nas seguintes hipóteses: a) a de se haver contratado uma coisa individualmente distinta da que se queria; b) a de se ter contratado objeto de espécie diversa da que tinha em mente o declarante; c) a de haver divergência sobre a quantidade, extensão ou soma; d) a de recair o desacordo no fato a ser prestado. No erro em relação à identidade, o desacordo manifesta-se entre a designação da coisa feita no ato e a que tinha em mente o declarante, v. g., alieno o prédio B pensando que se trata do prédio C. Pode ainda o erro referir-se à espécie, quando o objeto do contrato é considerado não individualmente, senão pelos caracteres, dando-se como pertinente a uma determinada categoria. Em relação à quantidade, situação mais difícil de ocorrer, dá-se quando o negócio se firmou exclusivamente sobre aquela circunstância e venha ela a interferir na perfeição do negócio, como condição *sine qua non*” (LOPES, Miguel Maria de Serpa. **Curso de direito civil**. 9. ed. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 2000. v. 1, p. 445-446). “As qualidades essenciais ou são da pessoa, ou são da coisa. Dessas tratou o art. 87, *in fine*; daquelas, o art. 88. ‘Objeto’, no art. 87, é qualquer bem, inclusive direitos” (PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. **Tratado de direito privado**. Rio de Janeiro: Borsoi, 1954. t. 4. p. 293).

<sup>380</sup> AZEVEDO, Antônio Junqueira de. **Negócio jurídico e declaração negocial: noções gerais e formação da declaração negocial**. 1986. Tese (concurso para Professor Titular de Direito Civil) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 1986. p. 178.

cláusulas do pacto que disponham, por exemplo, sobre o preço e a descrição da operação, mas são situações bastante improváveis de ocorrerem na prática.

Tem-se, ainda, a hipótese de erro com relação às qualidades essenciais do objeto principal da declaração. A palavra qualidade designa a “[p]ropriedade, [o] atributo ou [a] condição das coisas (...) capaz de distingui-las das outras e de lhes determinar a natureza”<sup>381</sup>. Tendo em vista que a participação societária consiste no conjunto de direitos e deveres do sócio, as suas qualidades essenciais ligam-se necessariamente a esses direitos e deveres. A título de exemplo, pensa-se no fato de a ação ser ordinária ou preferencial, com ou sem direito de voto, integralizada ou não, dessa ou daquela classe etc.<sup>382</sup>. Características da sociedade e das suas atividades (tais como a existência de passivos não contabilizados, a qualidade dos ativos necessários ao desenvolvimento de suas atividades etc.) não são qualidades da participação societária, pois não a determinam nem a particularizam. A sociedade pode estar em superávit ou fortemente alavancada; as participações societárias de sua emissão seguem sendo as mesmas, com idênticas “qualidades essenciais”. O que muda é o seu valor – e não há previsão legal de que erros nessa seara levem à anulabilidade do negócio jurídico<sup>383</sup>.

Por fim, o erro quanto ao “motivo (...) expresso como razão determinante” não parece causar grandes dúvidas. Como mencionado anteriormente, em regra, os motivos são irrelevantes para o direito. “Mas, se as partes decidem elevar esses motivos à categoria de condição de validade do negócio jurídico, isso se enquadra dentro dos limites da liberdade de convenção, e

---

<sup>381</sup> FERREIRA, Aurélio Buarque de Holanda. **Novo dicionário Aurélio da língua portuguesa**. 3. ed. Curitiba: Positivo, 2004. p. 1667.

<sup>382</sup> E mesmo esses restritos atributos precisam ser convencionados entre as partes para que se tenha a segurança de que consistem em qualidades essenciais das participações societárias objeto da compra e venda. Nesse sentido: “Foi contra letra da lei o acórdão da 4.<sup>a</sup> Câmara do Tribunal de Apelação de São Paulo, a 2 de outubro de 1941 (*R. dos T.*, 138, 126), que decretou a anulação, por erro, da compra-e-venda de ações de sociedade anônima cujo capital ainda não estava integralizado. Para que tal negócio jurídico fôsse anulável por erro teria sido preciso que tivessem sido adquiridas ações ‘integralizadas’ da sociedade anônima, de modo que a qualidade se apontasse como essencial ou o motivo se houvesse tornado determinante (falsa causa, art. 90)” (PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. **Tratado de direito privado**. Rio de Janeiro: Borsoi, 1954. t. 4, p. 298).

<sup>383</sup> “[O]ccorre innanzi tutto insistere sulla distinzione tra caratteristiche dell’azione e caratteristiche della società. Le prime attengono in sostanza alla diversità dei diritti tipici delle varie categorie di azioni o alla diversità dei loro diritti secondo una situazione tipica della società. La prima ipotesi può esemplificarsi ricordando la distinzione tra azioni ordinarie e privilegiate, o tra azioni a voto limitato o meno o tra azioni con o senza limiti di circolabilità, liberate o non liberate e via dicendo; la seconda ricordando la diversa situazione della società a seconda che in fallimento o meno, in liquidazione o meno” (ASCARELLI, Tullio. In tema di vendita di azioni e responsabilità degli amministratori (*nota* alla sent. Cass. 28 agosto 1952, n. 2784). **Il Foro Italiano**, Roma, v. 76, n. 11, p. 1638-1644, 1953. p. 1641). “Le caratteristiche e le qualità delle azioni di una società che possono ritenersi determinanti del consenso alla compravendita ‘attengono alla funzione tipica del titolo, e cioè all’insieme delle facoltà e diritti che esse conferiscono al titolare’. Il patrimonio sociale complessivamente considerato non può costituire una qualità intrinseca dei titoli azionari (e più in generale delle partecipazioni), ma solo uno strumento, per di più mutevole e fungibile nella sua consistenza, per la realizzazione dell’oggetto sociale, per l’esercizio di un’attività economica. Le partecipazioni societarie, invece, forniscono esclusivamente il diritto (e i relativi doveri) di partecipare a tale attività allo scopo di dividerne gli utili” (TINA, Andrea. **Il contratto di acquisizione di partecipazioni societarie**. Milano: Giuffrè, 2007. p. 205-206).

como tal avença não fere a ordem pública, o efeito almejado pelos interessados lhes é deferido”<sup>384</sup>. Não se vislumbra qualquer razão para que esse expediente não possa ser adotado nas transações em exame.

Conclui-se, assim, que contratos de compra e venda de participações societárias de controle só podem ser anulados por erro referente (i) às participações societárias (se, por exemplo, o comprador entendia que as participações societárias eram de emissão da sociedade A quando eram de emissão da sociedade B); (ii) aos direitos e deveres ligados às participações societárias (se, por exemplo, o comprador acreditava que as ações eram ordinárias quando eram preferenciais); ou (iii) ao motivo expresso como razão determinante (se, por exemplo, as partes declararam nos *consideranda* do instrumento que o comprador está adquirindo as participações societárias para obter controle sobre a rede de distribuição da sociedade emissora e tal rede de distribuição não existe)<sup>385-386</sup>.

---

<sup>384</sup> RODRIGUES, Silvio. **Dos defeitos dos atos jurídicos**. 2. ed. São Paulo: Max Limonad, 1963. v. 1. p. 126.

<sup>385</sup> Por essa razão, não andou bem o Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo ao anular contrato de compra e venda de quotas por entender “que a causa do negócio, realização de abate e comercialização de peças bovinas e suínas, foi frustrada pela existência de defeitos de variada natureza” (BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial. Apelação nº 0007092-28.2006.8.26.0581, São Paulo, SP, 30 de outubro de 2012). Da leitura do acórdão, contudo, percebe-se que, apesar de a ação fundar-se em erro, a principal motivação da decisão foi o reconhecimento de dolo dos vendedores, vide a seguinte passagem: “Em suma, entre o engano dos autores, talvez inescusável, e a omissão dolosa dos réus sobre o verdadeiro estado do frigorífico, faz pender a balança para a tutela dos interesses dos adquirentes”.

<sup>386</sup> Nesse sentido, no Brasil, posicionam-se: BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. **Compra e venda de participações societárias de controle**. São Paulo: Quartier Latin, 2018. p. 409 (“o erro somente será substancial na hipótese em que disser respeito às próprias participações societárias, e não à composição patrimonial da sociedade”); GREZZANA, Giacomo. **A cláusula de declarações e garantias em alienação de participação societária**. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 308 (“Em princípio, o erro sobre a situação da sociedade (...) deve ser rechaçado como causa de anulabilidade (...), salvo quando incide diretamente sobre a participação societária”); e MENDES-MEDEIROS, Mariana. **Cláusulas de declarações e garantias: nos contratos internacionais de aquisição de empresas ou ativos**. 2006. Dissertação (Mestrado em Direito Internacional) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2006. p. 108 (“dificilmente será possível caracterizar a aparição de uma dívida não declarada ou de um passivo ambiental como erro”). Em sentido contrário, partindo de compreensão diversa da aqui adotada quanto ao objeto do contrato de compra e venda de participações societárias de controle (v. capítulo 3.2.2 acima), tem-se: PEREIRA, Guilherme Döring Cunha. **Alienação de poder de controle acionário**. São Paulo: Saraiva, 1995. p. 90 (“O comprador que (...) se equivocou quanto às características essenciais da empresa pode invalidar o contrato por (...) erro essencial”). No estrangeiro, a linha defendida no texto é consolidada na Itália, onde doutrina e jurisprudência majoritárias entendem que o erro quanto ao valor das participações societárias causado por compreensão equivocada da situação da sociedade não é essencial e, por consequência, não permite a anulação do negócio jurídico, de modo que o erro relevante é apenas aquele que diz respeito às próprias participações societárias. Vide: AROSSA, Fabrizio. **Le clause di “garanzia” e di indennizzo nel “contratto di acquisizione” di partecipazioni sociali**. Disponível em: <http://www.giur.uniroma3.it/materiale/didattico/international-business-contracts/20aprile/le-clausole-di-garanzia-e-di-indennizzo.pdf>. Acesso em: 7 out. 2017. p. 13; BONELLI, Franco. *Giurisprudenza e dottrina su acquisizioni di società e di pacchetti azionari di riferimento*. In: \_\_\_\_\_; DE ANDRÈ, Mauro (org.). **Acquisizioni di società e di pacchetti azionari di riferimento**. Milano: Giuffrè, 1990. p. 3-94. p. 20-22; DEGL’INNOCENTI, Francesca. Nota a Corte d’Appello di Milano, 28 gennaio 2009, su “cessione di quote societarie e garanzie per vizi”. **Il Foro Padano**, Roma, v. 65, n. 2, p. 348-363, 2009. p. 357; EREDE, Sergio. *Durata delle garanzie e conseguenze della loro violazione*. In: BONELLI, Franco; DE ANDRÈ, Mauro (org.). **Acquisizioni di società e di pacchetti azionari di riferimento**. Milano: Giuffrè, 1990. p. 197-206. p. 199; RUBINO-SAMMARTANO, Mauro. **Garanzie nella compravendita di pacchetti azionari e di imprese**. Milano: Giuffrè, 2006. p. 83; SALATINO, Gregorio. “Patto di garanzia” nel contratto di acquisizione (“*Sale Purchase Agreement*”). **Giurisprudenza Commerciale**, Milano, v. 42, n. 5, p. 891-918, 2015. p. 893-894; SANGIO-

Como se pode ver, as hipóteses de erro são deveras improváveis. Ainda assim, as declarações e garantias podem servir como fonte de prova da sua ocorrência (sempre, lembre-se, na fase pré-contratual, quando a transmissão de informações registrada na cláusula efetivamente acontece). Nesse ponto, a interação mais interessante entre o dispositivo contratual e a disciplina legal dá-se no caso de as partes estipularem que a situação de fato delineada nas declarações e garantias é “razão determinante” da contratação, como no seguinte exemplo<sup>387</sup>:

O Comprador concordou em adquirir as Ações, com base nas seguintes declarações e garantias dadas pela Vendedora. Ciente de que tais declarações e garantias foram condição determinante para a decisão do Comprador de adquirir as Ações, a Vendedora, pelo presente, declara e garante ao Comprador o quanto segue: (...).

Note-se que, nesse exemplo, as partes indicam o conjunto de declarações e garantias como “condição determinante”. Por essa razão, não se pode presumir que qualquer discrepância entre um dos enunciados de fato inseridos na cláusula e a realidade seja suficiente para configurar falso motivo capaz de viciar a declaração de vontade. Será necessário avaliar se, naquele

---

VANNI, Valerio. Compravendita di partecipazione sociale e garanzie del venditore. **Notariato**, Milano, n. 2/2012, p. 203-213, 2012. p. 209 (mencionando que a anulação pode ser autorizada na presença de cláusula de declarações e garantias, do que se tratará adiante); e TINA, Andrea. **Il contratto di acquisizione di partecipazioni societarie**. Milano: Giuffrè, 2007. p. 223-232. No entanto, Andrea Tina relata alguns pronunciamentos isolados no sentido de ser substancial o erro quanto ao objeto social da sociedade ou quanto à sua situação saudável (quando, na realidade, está falida). O autor entende não ser caso de erro substancial, mas sim de *aliud pro alio*. Na prática, não parece plausível a hipótese de o vendedor acreditar que a sociedade possui outro objeto social ou não está falida, a não ser no caso de manobra dolosa do vendedor ou de extrema negligência do comprador. Nada obstante, se tais hipóteses ocorressem (e ainda fosse preenchido o requisito da cognoscibilidade do engano pelo vendedor), acredita-se que não haveria erro substancial no primeiro caso (pois o objeto social não é qualidade da participação societária), mas haveria no segundo (pois o comprador não poderia exercer os direitos usualmente decorrentes das participações societárias no caso de a sociedade estar em liquidação). Na França, Marie Caffin-Moi relata posicionamento similar ao ora defendido, criticando decisão no sentido de ser substancial o erro quando a sociedade não pode realizar o seu objeto social (pois ainda se trataria de erro quanto à sociedade) (CAFFIN-MOI, Marie. **Cession de droits sociaux et droit des contrats**. Paris: Economica, 2009. p. 34-37 e 49-54). Antoine Hontebeyrie e David Robine confirmam o afastamento, pela jurisprudência francesa, de alegações de erro sobre o valor das participações societárias e sobre a situação da empresa, mas ressalvam que a *Cour de Cassation* atenuou o seu posicionamento, corroborando a ocorrência de erro substancial sobre a presença, no patrimônio da sociedade, de ativo essencial para a sua atividade. Segundo os autores, para que uma alegação dessa natureza tenha sucesso, é necessário comprovar a impossibilidade de perseguir o objeto social, a intenção do comprador de fazê-lo e o conhecimento do vendedor acerca desse fato (HONTEBEYRIE, Antoine; ROBINE, David. Les recours ouverts par la loi au cessionnaire déçu. **Journal des Sociétés**, Paris, n. 60, p. 42-46, 2008. p. 42-43). Em sentido contrário, cite-se, na Espanha: RIBES, Miguel Gimeno. **La protección del comprador en la adquisición de empresa**: estudio comparado de los ordenamientos español y alemán. Granada: Comares, 2013. p. 144-149. Em Portugal, onde o erro “sobre as circunstâncias que constituem a base do negócio” autoriza a resolução ou modificação do contrato, v. GOMES, José Ferreira. **M&A: aquisição de empresas e de participações sociais**. Lisboa: AAFDL, 2022. p. 437-441. Relatando precedentes portugueses que reconheceram a ocorrência de erro com relação à situação da sociedade: FERREIRA, Bernardo Maria Figueiredo Rocha. **Garantia do vendedor na compra e venda de empresas**. 2016. Dissertação (Mestrado em Direito Empresarial) – Faculdade de Direito, Escola de Lisboa, Universidade Católica Portuguesa, Lisboa, 2016. p. 27; e FONSECA, Patrícia Afonso. A negociação de participações de controle: a jurisprudência. In: VASCONCELOS, Pedro Pais de; ABREU, Jorge Manuel Coutinho de; DUARTE, Rui Pinto (org.). **I Congresso Direito das Sociedades em Revista**. Coimbra: Almedina, 2011. p. 27-40. p. 29-30.

<sup>387</sup> Extraído de contrato obtido durante as pesquisas relatadas no início do capítulo 2, mas que não faz parte da amostra de 60 instrumentos analisados mais detalhadamente no curso deste trabalho. Optou-se por citá-lo devido à clareza dos seus termos.

conjunto, a incongruência verificada é ou não relevante. A situação seria diferente se uma declaração e garantia específica fosse elevada ao patamar de razão determinante. Ai, a sua falsidade muito provavelmente autorizaria a anulação do negócio jurídico<sup>388</sup>.

Evandro Fernandes de Pontes vislumbra outra hipótese de erro relacionada à cláusula de declarações e garantias. O autor parte do pressuposto de que o objeto do contrato de compra e venda de participações societárias de controle seria o próprio poder de controle, compreendido “como um bem complexo e reciprocamente considerado em relação a outros direitos que lhes são acessórios”. A “metafuncionalidade” do poder de controle tornaria necessária “sua precisa descrição no instrumento de alienação (...) para que seja, então, individualizado como objeto de um negócio jurídico específico”. Nessa linha, as declarações e garantias prestar-se-iam, “em primeiro lugar, a definir entre as partes qual o objeto do negócio que se aliena e se adquire, na sua transformação para o objeto de um contrato”, sendo que a “veracidade que define o objeto [seria] uma convenção inter-subjetiva havida entre comprador e vendedor, podendo coincidir com a verdade material da atividade organizativa da empresa ou não”. Por fim, a “prevenção contra erros” seria “o eixo central que articula a função das [declarações e garantias] no governo de um negócio jurídico e de todo o seu processo”<sup>389</sup>.

---

<sup>388</sup> Por consequência, não se concorda com Fernando Gómez Pomar e Marian Gili Saldaña, para quem todas as questões abordadas na cláusula de declarações e garantias seriam, mesmo na ausência de indicação expressa, essenciais ao comprador: “Las manifestaciones y garantías explícitas permiten entender que todos los extremos manifestados y garantizados por el vendedor tendrían, en principio, carácter esencial para el comprador (...), una calificación que en la práctica evitaría que una eventual pretensión de anulabilidad del contrato ex art. 1266 del Código civil fracasara por la imposibilidad de probar el requisito de la esencialidad del error” (POMAR, Fernando Gómez; SALDAÑA, Marian Gili. *Las manifestaciones y garantías en los contratos de compraventa de empresas*. In: QUETGLAS, Rafael Sebastián (dir.); LUNA, Martín Jordano (coord.). **Manual de fusiones y adquisiciones de empresas**. Las Rozas: Wolters Kluwer, 2016. p. 417-447. p. 432).

<sup>389</sup> PONTES, Evandro Fernandes de. **Representations & warranties no direito brasileiro**. São Paulo: Almedina, 2014. p. 25-28, 67 e 109 (v., ainda, nota de rodapé nº 161 acima). Marcelo Shima Luize apoia-se em Evandro Fernandes de Pontes para afirmar que as declarações e garantias tem a “função chave” de “definir objeto do negócio que se aliena e se adquire”, bem como para defender que, “em havendo discrepância das [declarações e garantias] com a realidade encontrada pelo comprador, é legítima a alegação de erro” (LUIZE, Marcelo Shima. *Cláusulas de indenização e resolução contratual em operações de fusão e aquisição: necessidade ou mera reprodução do modelo anglo-saxão?*. In: KLEINDIENST, Ana Cristina (coord.). **Estudos aplicados de direito empresarial: societário**. São Paulo: Almedina, 2016. p. 143-190. p. 166 e 181). Guilherme Döring Cunha Pereira é menos claro e apenas afirma que a presença das declarações e garantias “permite apreciar com mais facilidade a existência, por exemplo, de (...) erro essencial” (PEREIRA, Guilherme Döring Cunha. **Alienação de poder de controle acionário**. São Paulo: Saraiva, 1995. p. 105). Maristela Sabbag Abila segue a mesma linha, mas não detalha seu raciocínio: “O problema surge quando as informações prestadas pelo vendedor nas cláusulas de declarações e garantias vêm a se tornar inverídicas ou omissas, ao se verificar que características fundamentais da empresa explorada não correspondiam, na realidade, ao que fora declarado e garantido pelo vendedor. Nestas circunstâncias, admitir-se-ia a ação de anulação do negócio com base em erro essencial de consentimento (vícios da vontade)” (ABLA, Maristela Sabbag. *Sucessão empresarial – declarações e garantias – o papel da legal due diligence*. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de (coord.). **Reorganização societária**. São Paulo: Quartier Latin, 2005. p. 99-121. p. 112). Também Marcelo Trindade limita-se a asseverar que “a falsidade da declaração pode dar azo (...) à anulação do negócio, por erro” (TRINDADE, Marcelo. *Sandbagging e as falsas declarações em alienações empresariais*. In: CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de; AZEVEDO, Luis André; HENRIQUES, Marcus de Freitas (coord.). **Direito societário, mercado de capitais, arbitragem e outros temas: homenagem a**

Não se adere a essa tese, principalmente por conta do entendimento adotado neste trabalho quanto ao objeto do contrato de compra e venda de participações societárias de controle (v. capítulo 3.2 acima). Mas, ainda que se aceitasse que a cláusula de declarações e garantias define o poder de controle enquanto objeto do negócio jurídico, não seria possível dizer que a falsidade de um dos seus itens indica a ocorrência de erro substancial. Isso porque, como visto anteriormente, o erro capaz afetar a validade do negócio jurídico é aquele que diz respeito ao objeto principal da declaração ou a alguma das suas qualidades essenciais. E, na hipótese aventada, não haveria erro quanto ao objeto da declaração, que ainda seria o poder de controle sobre a sociedade em questão, sendo que a mera existência da cláusula de declarações e garantias não poderia levar à conclusão de que cada um dos pontos nela abordados são “qualidades essenciais” do poder de controle. As declarações e garantias cobrem uma miríade de assuntos e, na ausência de manifestação expressa das partes nesse sentido, não há razão para considerar cada um deles como qualidades essenciais do poder de controle. Por consequência, a falsidade de uma das afirmações de fato inseridas na cláusula não seria suficiente para fazer incidir a disciplina do erro substancial. Se pretendesse-se corroborar a linha de argumentação de Evandro Fernandes de Pontes, seria mais razoável, seguindo o raciocínio exposto há pouco, entender que o conjunto de declarações e garantias é qualidade essencial do poder de controle, de modo que uma falsidade individual precisa ser avaliada dentro desse contexto para averiguar-se se houve erro substancial.

Isso posto e antes de seguir adiante, vale ponderar que não se pode falar em erro capaz de autorizar a anulação do contrato no caso de *sandbagging* – i.e., quando o comprador toma ciência da falsidade da informação recebida do vendedor antes do fechamento da operação. Por força do disposto no artigo 175 do Código Civil<sup>390</sup>, quando o comprador dá cumprimento ao pacto, efetivando a compra e venda, “ciente do vício que o inquinava”, não mais pode intentar qualquer ação contra o negócio. Nada obstante, se o comprador descobre a falsidade entre a assinatura do contrato e a transferência das participações societárias, pode empregar o contrato como fonte de prova do seu eventual erro essencial para tentar obstar o fechamento (daí ter-se indicado, no capítulo 3.3 acima, que a cláusula de declarações e garantias funciona como fonte de prova desde a assinatura do contrato e não apenas após a execução da operação).

---

Nelson Eizirik. São Paulo: Quartier Latin, 2020. v. 3, p. 91-104. p. 92).

<sup>390</sup> “Art. 175. A confirmação expressa, ou a execução voluntária de negócio anulável, nos termos dos arts. 172 a 174, importa a extinção de todas as ações, ou exceções, de que contra ele dispusesse o devedor”.

### 5.1.1.3. Dolo

À primeira vista, erro e dolo podem parecer semelhantes. Isso porque, em ambos os casos, a manifestação de vontade é viciada por formar-se a partir de concepção equivocada da realidade. A distinção entre os dois institutos, no entanto, é relevante: “no primeiro o engano advém espontaneamente, enquanto no segundo êle surge provocado”<sup>391</sup>.

Por ser ocasionado por má-fé, o dolo atrai regras diferenciadas, especialmente importantes no âmbito dos contratos de compra e venda de participações societárias de controle: consoante estabelecido nos artigos 145 e 146 do Código Civil<sup>392</sup>, o dolo principal sempre permite a anulação do negócio jurídico, não se exigindo que diga respeito ao seu objeto ou a alguma das qualidades que lhe são essenciais, e o dolo acidental (aquele a despeito do qual “o negócio seria realizado, embora por outro modo”) obriga a parte culpada a ressarcir as perdas e danos sofridas pela parte inocente, enquanto o erro acidental não tem consequências jurídicas.

Tais diretivas são relevantes por permitirem ao comprador buscar a anulação do negócio jurídico (ou o ressarcimento de prejuízos sofridos) se o vendedor lhe enganar quanto à sociedade (e não apenas quanto às participações societárias). Significa dizer que o comprador conta com proteção legal para o caso de o vendedor intencionalmente prestar informação falsa durante o processo de negociação, quer essa informação diga respeito às características das participações societárias, quer guarde pertinência com a condição da sociedade (i.e., a qualidade de seus ativos, as suas finanças, os seus contratos, as vendas de seus produtos etc.).

O instituto do dolo também assiste ao comprador na hipótese de o vendedor ocultar dados relevantes sobre a sociedade, pois “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” (artigo 147 do Código Civil). No entanto, o ilícito por omissão só se configura quando constatada a existência de dever de informar sobre o fato em questão<sup>393</sup>.

---

<sup>391</sup> RODRIGUES, Silvio. **Dos defeitos dos atos jurídicos**. 2. ed. São Paulo: Max Limonad, 1963. v. 1. p. 189.

<sup>392</sup> “Art. 145. São os negócios jurídicos anuláveis por dolo, quando este for a sua causa”. “Art. 146. 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”.

<sup>393</sup> “[A] verdadeira reticência (*non disclosure*, do direito inglês) somente existe quando há *dever de informar*; esse dever pode ser imposto pela lei (caso do seguro, por exemplo), por estipulação negocial ou pelas concepções sociais dominantes” (AZEVEDO, Antônio Junqueira de. **Negócio jurídico e declaração negocial**: noções gerais e formação da declaração negocial. 1986. Tese (concurso para Professor Titular de Direito Civil) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 1986. p. 187). “O silêncio também pode figurar como elemento objetivo do dolo quando for guardado intencionalmente a respeito de dados relevantes que deveriam ser informados por ocasião da contratação” (BENETTI, Giovana. **Dolo no direito civil**: uma análise da omissão de informações. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 45). Viu-se anteriormente que, no contexto do contrato de compra e venda

Por essas razões, as consequências jurídicas atreladas ao dolo são, ao menos em teoria, adequadas para resolver a situação do comprador que é induzido a adquirir participações societárias por informações falsas maliciosamente fornecidas pelo vendedor<sup>394</sup>. Contudo, o comprador tem que arcar com pesado ônus probatório, pois precisa comprovar a presença dos elementos constitutivos do dolo: “um *subjetivo, animus decipiendi, intenção de enganar*, e outro, *objetivo*, um comportamento consistente em maquinações, mentiras ou omissões”<sup>395</sup>. Apenas

---

de participações societárias de controle, os contornos do dever de informar são pouco definidos, o que pode gerar dúvidas acerca da ocorrência ou não de dolo por omissão. A despeito de falar em venda “da empresa” (e não de participações societárias), Antônio Junqueira de Azevedo fornece (na sequência do trecho transcrito linhas atrás) o seguinte exemplo: “age com dolo por omissão o vendedor (...) de uma empresa [que esconde do comprador o fato de] não ter ela condições de pagar suas dívidas”.

<sup>394</sup> O cabimento dessa solução é largamente aceito (apesar de diversos autores destacarem as dificuldades relativas ao encargo probatório, apontadas a seguir). Nesse sentido: AMARAL, José Pedro Pacheco do. **Responsabilidade do cedente de quotas pelo passivo oculto da sociedade limitada**. 2017. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2017. p. 79-80 e 84-85; ASCARELLI, Tullio. In tema di vendita di pacchetti di azioni. In: \_\_\_\_\_. **Studi in tema di società**. Milano: Giuffrè, 1952. p. 63-67. p. 65; BONELLI, Franco. Giurisprudenza e dottrina su acquisizioni di società e di pacchetti azionari di riferimento. In: \_\_\_\_\_. **Acquisizioni di società e di pacchetti azionari di riferimento**. Milano: Giuffrè, 1990. p. 3-94. p. 22-23; BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. **Compra e venda de participações societárias de controle**. São Paulo: Quartier Latin, 2018. p. 411-412; CAFFIN-MOI, Marie. **Cession de droits sociaux et droit des contrats**. Paris: Economica, 2009. p. 38-47 e 369-370 (“Dans un contexte dolosif, des erreurs sur la légalité de l’objet social, ou sur la nature des produits fabriqués par la société ont encore pu entraîner la nullité du contrat, fussent-elles des erreurs sur les qualités substantielles de la société, et non des titres cédés”); DEGL’INNOCENTI, Francesca. Nota a Corte d’Appello di Milano, 28 gennaio 2009, su “cessione di quote societarie e garanzie per vizi”. **Il Foro Padano**, Roma, v. 65, n. 2, p. 348-363, 2009. p. 349 e 361; GALGANO, Francesco. Cessione di partecipazioni sociali e superamento della alterità soggettiva fra socio e società. **Contratto e Impresa**, Padova, v. 20, n. 1, p. 537-544, 2004. p. 538-539; GOMES, José Ferreira. **M&A: aquisição de empresas e de participações sociais**. Lisboa: AAFDL, 2022. p. 453-456; GREZZANA, Giacomo. **A cláusula de declarações e garantias em alienação de participação societária**. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 338; LÉOBON, Thierry. La partie déclarative des conventions de garantie de passif. **La Semaine Juridique – Entreprise et Affaires**, Paris, n. 16/2010, commentaire 1391, 2010. Disponível em: <https://lexis360.fr>. Acesso em: 15 dez. 2020. p. 7; LUIZE, Marcelo Shima. Cláusulas de indenização e resolução contratual em operações de fusão e aquisição: necessidade ou mera reprodução do modelo anglo-saxão?. In: KLEINDIENST, Ana Cristina (coord.). **Estudos aplicados de direito empresarial: societário**. São Paulo: Almedina, 2016. p. 143-190. p. 183-184; MENDES-MEDEIROS, Mariana. **Cláusulas de declarações e garantias: nos contratos internacionais de aquisição de empresas ou ativos**. 2006. Dissertação (Mestrado em Direito Internacional) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2006. p. 117-119; PRESAS, Ana Soler. Tratamiento jurídico de la frustración tras la adquisición de una empresa. **Anuario de Derecho Civil**, Madrid, v. 67, n. 1, p. 81-111, 2014. p. 87-90; RIBES, Miguel Gimeno. **La protección del comprador en la adquisición de empresa: estudio comparado de los ordenamientos español y alemán**. Granada: Comares, 2013. p. 138-144; RUBINO-SAMMARTANO, Mauro. **Garanzie nella compravendita di pacchetti azionari e di imprese**. Milano: Giuffrè, 2006. p. 86; e TINA, Andrea. **Il contratto di acquisizione di partecipazioni societarie**. Milano: Giuffrè, 2007. p. 232-245 (“Nel caso in cui il venditore abbia dolosamente tratto in inganno il compratore circa la consistenza o le caratteristiche dei beni sociali sono pacificamente ammessi, sia in dottrina che in giurisprudenza, l’annullabilità del contratto in caso di dolo determinante (...) ed il risarcimento dei danni in caso di dolo incidente”).

<sup>395</sup> AZEVEDO, Antônio Junqueira de. **Negócio jurídico e declaração negocial: noções gerais e formação da declaração negocial**. 1986. Tese (concurso para Professor Titular de Direito Civil) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 1986. p. 184. Grifo nosso. No mesmo sentido: “O aspecto subjetivo é por vezes descrito como a vontade ou a simples consciência de enganar alguém; o *animus* de levar o sujeito passivo das maquinações a praticar o negócio que não teria interesse em praticar, caso não estivesse em erro; o propósito de indução, isto é, querer o agente que a pessoa manifeste a vontade; o resultado ilícito específico voltado à indução ou à manutenção de outrem em erro”. “Por meio de afirmação equivocada, manobra ou omissão, o deceptor busca alcançar o seu objetivo de firmar um negócio jurídico que não corresponda à representação da realidade para a contraparte. Assim, não basta a simples consciência de estar agindo em determinado sentido, é necessário o dire-

se superar essas barreiras, o comprador poderá obter a anulação do negócio jurídico e/ou indenização, se ainda demonstrar que, não fossem os artifícios empregados pelo vendedor, o contrato não teria sido celebrado ou tê-lo-ia sido em outros termos<sup>396</sup>. No que tange à indenização, segue-se novamente o princípio da reparação integral (artigo 944 do Código Civil), de modo que, em regra, o seu valor corresponde à diferença entre as condições do pacto efetivamente firmado e aquele que seria acertado se o dolo não tivesse ocorrido, voltando-se as atenções ao preço. Nesse ponto, aplicam-se os comentários tecidos sobre a indenização por violação da boa-fé objetiva, no capítulo 5.1.1.1 acima<sup>397</sup>.

Ou seja: a despeito de ser tecnicamente adequado enquadrar como dolo a hipótese na qual o vendedor emprega artifícios para induzir o comprador a adquirir as participações societárias, a ação anulatória (ou indenizatória) correspondente pode ser de difícil sucesso, devido ao ônus da prova imposto ao autor. A inserção da cláusula de declarações e garantias no contrato pode facilitar a empreitada, servindo de fonte de prova do elemento objetivo do dolo. Com efeito, se o comprador demonstrar que a estipulação foi inserida no instrumento para exercer função probatória (e não somente para preencher as demais funções possíveis<sup>398</sup>) e que há, nos seus itens, uma informação falsa, terá comprovado, pelo menos, a conduta do vendedor – o que, contudo, não lhe exime da necessidade de desincumbir-se do restante do seu ônus probatório<sup>399</sup>.

---

cionamento intencional para a obtenção do resultado, qual seja, a celebração de um negócio jurídico mediante a errônea representação da realidade pela outra parte”. “O elemento objetivo compreende manobras astuciosas, maquinações, mentiras ou omissões empregadas a fim de enganar o declarante” (BENETTI, Giovana. **Dolo no direito civil: uma análise da omissão de informações**. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 41-45).

<sup>396</sup> Nesse ponto, vale a ponderação trazida por Antônio Pinto Monteiro e Paulo Mota Pinto: “Provado o ilícito pré-contratual, não poderá, porém, o vendedor doloso obstar à redução provando uma *vontade hipotética a ela contrária*, sob pena de poder beneficiar da alternativa entre a eficácia do negócio como foi concluído dolosamente ou a sua invalidade total” (MONTEIRO, Antônio Pinto; PINTO, Paulo Mota. *Compra e venda de empresa: a venda de participações sociais como venda de empresa (“share deal”)*. **Revista de Legislação e de Jurisprudência**, Coimbra, n. 3947, p. 76-102, 2007. p. 98).

<sup>397</sup> “O que importa é ter presente os requisitos para a configuração da figura do dolo e para a obtenção do remédio indenizatório em geral, reparando-se integralmente os danos causados. Não caberia falar em redução do preço por via do abatimento previsto no artigo 442 do Código Civil, muito embora efeito equivalente possa acabar sendo indiretamente alcançado por via do remédio indenizatório” (BENETTI, Giovana. *op. cit.* p. 378).

<sup>398</sup> Sobre a dificuldade de traçar essa linha na prática, Miguel Gimeno Ribes pontua: “cuando se hayan estipulado Manifestaciones y Garantías (...) resulta complicado delimitar cuándo un determinado dolo se refiere verdaderamente a un *animus* que haya generado un error en quien no conoce el objeto, y cuándo esto no tiene verdadera relevancia y sólo procede una suerte de indemnización de daños y perjuicios” (RIBES, Miguel Gimeno. **La protección del comprador en la adquisición de empresa: estudio comparado de los ordenamientos español y alemán**. Granada: Comares, 2013. p. 143).

<sup>399</sup> Diversos autores brasileiros vislumbram relação entre declarações e garantias falsas e a ocorrência de dolo na fase pré-contratual: ABLA, Maristela Sabbag. *Sucessão empresarial – declarações e garantias – o papel da legal due diligence*. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de (coord.). **Reorganização societária**. São Paulo: Quartier Latin, 2005. p. 99-121. p. 112-113; GREZZANA, Giacomo. **A cláusula de declarações e garantias em alienação de participação societária**. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 338; PONTES, Evandro Fernandes de. **Representations & warranties no direito brasileiro**. São Paulo: Almedina, 2014. p. 152; PEREIRA, Guilherme Döring Cunha. **Alienação de poder de controle acionário**. São Paulo: Saraiva, 1995. p. 105 (“Ainda que não se venha a estabelecer expressamente a responsabilidade do cedente pela veracidade de suas declarações, a presença destas permite apreciar com mais facilidade a existência (...) de dolo”); e TRINDADE,

Nessa seara, o dispositivo contratual e a disciplina legal parecem interagir de forma mais interessante em três pontos específicos.

O primeiro, na linha do exposto no capítulo 5.1.1.1 acima sobre a violação à boa-fé objetiva, consiste na transformação de dolo por omissão em dolo comissivo. Registrando as informações que o vendedor repassou ao comprador durante as negociações, as partes afastam-se de futuras discussões em torno da existência de dever de informar, mudando o foco para a precisão daquilo que foi efetivamente noticiado<sup>400</sup>.

O segundo diz respeito às metadecarações (v. capítulo 2.2.2 acima), que repisam a veracidade e a completude das declarações e garantias e tratam da inexistência de quaisquer informações que as façam falsas ou enganosas. Esse dispositivo pode ser útil para transformar o dolo por omissão acerca de questões abordadas nas próprias declarações e garantias em dolo comissivo. Suponha-se que há declaração e garantia de que a sociedade não enfrenta quaisquer processos judiciais e que o vendedor tenha talhado essa redação/comunicação para esconder a existência de perigoso procedimento arbitral em curso. Na ausência da metadecaração, poderia ser complicado comprovar que o vendedor tinha o dever de alertar o comprador sobre o proce-

---

Marcelo. *Sandbagging* e as falsas declarações em alienações empresariais. In: CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de; AZEVEDO, Luis André; HENRIQUES, Marcus de Freitas (coord.). **Direito societário, mercado de capitais, arbitragem e outros temas**: homenagem a Nelson Eizirik. São Paulo: Quartier Latin, 2020. v. 3, p. 91-104. p. 92. Nesse sentido, o Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo anulou contrato de compra e venda de participações societárias por dolo, empregando as declarações e garantias como fonte de prova do quanto ocorrido durante as negociações (BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. 4ª Câmara de Direito Privado. Apelação Cível nº 406.300-4/6-00, São Paulo, SP, 4 de dezembro de 2008). Em outro caso, em sede de cautelar pré-arbitral, a mesma corte deferiu pedido de tutela antecipada por entender ser razoável a alegação de “que as declarações e garantias prestadas pelos sócios não foram verdadeiras e corretas, o que teria viciado o consentimento da adquirente” (BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. 4ª Câmara de Direito Privado. Agravos de Instrumento nºs 2006852-50.2016.8.26.0000 e 2005632-17.2016.8.26.0000, São Paulo, SP, 18 de maio de 2016). Na Espanha, caminha-se no mesmo sentido: “Si hay manifestaciones y garantías explícitas de inexistencia de hechos o contingencias negativas, que luego aparecen, hay una base sólida para defender la existencia de dolo precontractual del vendedor en relación con la contingencia cubierta por la manifestación del vendedor (...)” (POMAR, Fernando Gómez. El incumplimiento contractual en derecho español. **InDret**, Barcelona, n. 3/2007, 2007. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=1371488>. Acesso em: 17 jul. 2019. p. 37). A solução também já foi adotada pelas cortes espanholas, cf. PRESAS, Ana Soler. Tratamiento jurídico de la frustración tras la adquisición de una empresa. **Anuario de Derecho Civil**, Madrid, v. 67, n. 1, p. 81-111, 2014. p. 84-85.

<sup>400</sup> AGUAYO, Juan. **Las manifestaciones y garantías en el derecho de contratos español**. Pamplona: Editorial Aranzadi, 2011. *E-book*. cap. 7, item 2.1.4; PERERA, Ángel Carrasco. Manifestaciones y garantías y responsabilidad por incumplimiento. In: ARJONA, José María Álvarez; \_\_\_\_\_ (dir.). **Fusiones y adquisiciones de empresas**. Cizur Menor: Aranzadi, 2004. p. 257-308. p. 286-287; e POMAR, Fernando Gómez; SALDAÑA, Marian Gili. Las manifestaciones y garantías en los contratos de compraventa de empresas. In: QUETGLAS, Rafael Sebastián (dir.); LUNA, Martín Jordano (coord.). **Manual de fusiones y adquisiciones de empresas**. Las Rozas: Wolters Kluwer, 2016. p. 417-447. p. 431. Sobre a dificuldade de demonstrar a existência de dever de informar para obter a tutela do dolo por omissão, Bernard-Olivier Becker relata caso julgado na França, no qual se decidiu não constituir reticência dolosa o fato de o vendedor não ter fornecido balanço da data de transferência das participações societárias, entendendo-se que cabia aos compradores examinarem o balanço anterior e avaliarem os riscos assumidos (BECKER, Bernard-Olivier; BUCHBERGER, Matthieu; CAFFIN-MOI, Marie. Cession de droits sociaux. **La Semaine Juridique – Entreprise et Affaires**, Paris, n. 49/2020, chronique 1504, p. 18-25, 2020. p. 20).

dimento arbitral. Mas, se o vendedor também declara e garante que não há nenhum fato capaz de tornar aquela outra declaração e garantia enganosa ou incompleta, simplifica-se a comprovação do ilícito, que passa a ser comissivo: o vendedor mentiu ao afirmar que não sabia de nada que fizesse as informações divulgadas serem incompletas ou enganosas<sup>401</sup>.

O terceiro guarda relação com a essencialidade do dolo, capaz de levar à anulação do negócio jurídico. Nesse tema, aplicam-se as considerações traçadas no capítulo 5.1.1.2 acima sobre o emprego da cláusula de declarações e garantias como meio de prova da ocorrência de erro essencial quando as partes indicam a essencialidade no texto da disposição contratual<sup>402</sup>. Vale pontuar que, conquanto a anulação de contratos de compra e venda de participações societárias de controle possa parecer hipótese meramente teórica, a depender da gravidade da situação maquiada pelo vendedor, é razoável que o comprador tenha interesse em desfazer o negócio, principalmente se tomar ciência da realidade pouco tempo após o fechamento. Pensa-se no caso, por exemplo, de o vendedor agir para esconder o envolvimento da sociedade em atos de corrupção<sup>403</sup>.

---

<sup>401</sup> “Otro efecto que hay que señalar en relación con las metamanifestaciones, en particular acerca de la del carácter completo de las manifestaciones y garantías, es que ayuda a transformar la reticencia dolosa en dolo activo, con la consiguiente ventaja respecto a la facilidad de prueba. (...) En efecto, si se declara que una lista ya de por sí exhaustiva de manifestaciones es completa (al menos en relación con los hechos sobre los que tratan las manifestaciones, por ejemplo, «sin que se omita ningún hecho o circunstancia que altere, restrinja o condicione su contenido y alcance»), entonces las manifestaciones y garantías falsas o incorrectas probablemente puedan serlo por resultar incompletas, lo que normalmente hará más fácil identificar la maquinación dolosa (...). Mientras que la reticencia exige la existencia previa de un deber de información y un hecho negativo (el silencio) con las manifestaciones y garantías y la metamanifestación sobre el carácter completo, además de que no hay que probar preexistencia de deber de información, del silencio se pasa a un hecho positivo, o al menos a una situación más fácilmente contrastable, una divergencia entre lo manifestado y la realidad consistente en que lo manifestado es falso o incorrecto por no ser completo, pese a la declaración de que lo es” (AGUAYO, Juan. **Las manifestaciones y garantías en el derecho de contratos español**. Pamplona: Editorial Aranzadi, 2011. *E-book*. cap. 4, ítem 4.3).

<sup>402</sup> Endereçando, ao menos em parte, a preocupação levantada por Marina Guerra Sabadin: “Como distinguir e evidenciar, na prática, dolo principal de dolo acidental? Em um negócio jurídico empresarial, que envolve múltiplos interesses e motivações, é tarefa extremamente desafiadora avaliar quais são, a critério do declaratório comprador, as informações acerca do bem adquirido efetivamente determinantes para a tomada de decisão pela conclusão do negócio – em especial quando tal tarefa é desempenhada pelo juiz, um terceiro estranho à economia do contrato” (SABADIN, Marina Guerra. **Autonomia privada e licença para mentir: uma investigação sobre a possibilidade de limitação contratual da responsabilidade por dolo**. 2015. Dissertação (Mestrado em Direito) – Escola de Direito de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2015. p. 31-32). Ainda sobre o ponto, interessante notar que, em linha com o sustentado no capítulo 5.1.1.2 acima, Jean Pailluseau faz a seguinte sugestão: “Il est certain que l’affirmation mensongère du cédant ou l’omission volontaire de communiquer une information dont il sait pertinemment qu’elle porte sur un aspect déterminant de l’entreprise pour le cessionnaire sont de nature à fonder une demande d’annulation pour dol. Aussi est-il opportun pour le cessionnaire (...) d’identifier les éléments déterminants de son acquisition – notamment en fonction de ses objectifs stratégiques – dans le protocole de cession et la convention de garantie (...)” (PAILLUSSEAU, Jean. *La garantie de conformité dans les cessions de contrôle*. **La Semaine Juridique – Édition Générale**, Paris, n. 13/2007, étude 136, p. 13-20, 2007. p. 20).

<sup>403</sup> Com relação à prova da essencialidade do dolo, Marie Caffin-Moi sustenta: “le fait que le cessionnaire ait exigé un certain nombre de garanties peut faciliter la preuve du caractère déterminant pour lui de certains éléments” (CAFFIN-MOI, Marie. **Cession de droits sociaux et droit des contrats**. Paris: Economica, 2009. p. 383). Ángel Carrasco Perera ainda destaca que a essencialidade do dolo é sempre questão de interpretação, devendo a indicação contida no contrato ser ponderada no contexto concreto: “Un tipo de metamanifestación de importancia especial es aquella en la que se declara que las manifestaciones hechas constituyen en su conjunto (...) una presuposición

Por fim, no que tange ao expediente de *sandbagging*, remete-se aos comentários tecidos nos capítulos 5.1.1.1 e 5.1.1.2 acima no que diz tange, respectivamente, a eventuais pretensões indenizatórias e anulatórias.

## **5.2. Primeira possibilidade de valor preceptivo: eficácia do negócio jurídico parcialmente condicionada e regime alterável por decisão de uma das partes**

Como visto no capítulo 3.3.2.2 acima, no caso de contratos de compra e venda de participações societárias de controle com execução diferida, a cláusula de declarações e garantias pode ser combinada com a cláusula de exigências para o fechamento, estipulando-se, basicamente, que as declarações e garantias serão repetidas pelo vendedor na data de efetivação da compra e venda e precisarão ser verdadeiras nesse momento, sob pena de o comprador ser liberado da obrigação de seguir adiante com a operação. O mecanismo pode ser ficto (prevendo-se, por exemplo, que as declarações e garantias devem “permanecer” verdadeiras no fechamento) ou não (na hipótese de acordar-se que o vendedor firmará um novo documento no fechamento, assegurando a veracidade das declarações e garantias repetidas naquela data).

Fernanda Mynarski Martins-Costa, no único trabalho específico sobre o tema de que se tem notícia no Brasil, sustenta que essa construção “se inter-relaciona com o regime das impossibilidades (...), minudenciando o que se há de entender por *coisa* na obrigação de dar, e delimitando a consequência da desvinculação do contrato quando ocorrer a deterioração da coisa durante o período intercalar”. A seu ver, ao empregarem a cláusula de declarações e garantias na sua função assecuratória-liberatória, as partes estariam exercendo “a sua liberdade no que respeita à definição de *deterioração* da coisa para efeitos do artigo 235 do Código Civil”<sup>404</sup>.

Estatui o artigo 234 do Código Civil que, se “a coisa se perder, sem culpa do devedor, (...) pendente a condição suspensiva, fica resolvida a obrigação para ambas as partes; se a perda resultar de culpa do devedor, responderá este pelo equivalente e mais perdas e danos”. Na se-

---

decisiva de la voluntad contractual del comprador. (...) [E]l valor que debe dársele a semejante declaración es el de una simple regla interpretativa. Es decir, en ausencia de otras circunstancias que hagan preferible una interpretación distinta, ha de presumirse que el contenido de tales manifestaciones es esencial para el comprador. En otros términos, (...) si se ejercita la acción de nulidad por dolo o error quedará satisfecha la exigencia de que la presunción fallida sea «esencial» en la economía del contrato para la parte que la sufre. Sin embargo, debe confesarse que el valor presuntivo de esta regla es escaso, en la medida en que su inclusión en los contratos se convierte en cláusula de estilo. Sería equivocado hacer prevalecer una concepción puramente formalista para la determinación de criterios sustanciales como la esencialidad o la no accesoriedad” (PERERA, Ángel Carrasco. Manifestaciones y garantías y responsabilidad por incumplimiento. In: ARJONA, José María Álvarez; \_\_\_\_\_ (dir.). **Fusiones y adquisiciones de empresas**. Cizur Menor: Aranzadi, 2004. p. 257-308. p. 279).

<sup>404</sup> MARTINS-COSTA, Fernanda Mynarski. **Execução diferida nos contratos de M&A**. São Paulo: Almedina, 2022. *E-book*. cap. 1, item 2.4.2.

quência, o artigo 235 do mesmo diploma prevê que, “[d]eteriorada a coisa, não sendo o devedor culpado, poderá o credor resolver a obrigação, ou aceitar a coisa, abatido de seu preço o valor que perdeu”. Diante do conteúdo dessas disposições, não se entende adequada a solução aventada pela autora, por duas principais razões.

A primeira decorre de tudo o quanto se expôs no capítulo 3.2.2 acima sobre o objeto do contrato de compra e venda de participações societárias de controle. Com efeito, em negócios jurídicos desse tipo, a coisa cujo domínio o vendedor obriga-se a transferir ao comprador é o conjunto de participações societárias, e não a sociedade ou a empresa explorada pela sociedade. Admitir que a cláusula de exigências para o fechamento estabelece que a “coisa” é a sociedade dotada das características indicadas na cláusula de declarações e garantias significa dizer que as partes podem escolher eleger como objeto do contrato aquilo que não o é nem nunca poderia ser, tendo em vista que o controlador não tem o direito de dispor dos bens da sociedade. Mais do que isso, para abraçar essa linha seria necessário aceitar que o contrato tivesse dois objetos, sendo um o verdadeiro (para fins, por exemplo, da incidência da disciplina do erro, abordada anteriormente) e outro o que existiria apenas para abrir espaço para a aplicação do “regime das impossibilidades”.

O segundo motivo para não se acolher a tese diz respeito às consequências previstas no artigo 235 do Código Civil para a hipótese de deterioração da “coisa”, quais sejam, a resolução da obrigação ou o abatimento do preço. A cláusula de exigências para o fechamento afasta-se de ambas essas situações ao estabelecer que o comprador só terá a obrigação de adquirir as participações societárias se as declarações e garantias repetidas na data de fechamento forem verdadeiras. Não há resolução, porque a obrigação sequer chega a ser exigível.

Ao fim e ao cabo, a referência aos artigos 234 e 235 do Código Civil não parece contribuir com a compreensão do valor preceptivo da cláusula de declarações e garantias na sua função assecuratória-liberatória, pois só adquire sentido com a alteração tanto da hipótese (que deixa de ser a deterioração da coisa objeto do negócio jurídico), quando do efeito (que deixa de ser a resolução contratual ou o abatimento do preço).

Por essa razão, entende-se mais correta outra linha de argumentação, que chegou a ser defendida por Fernanda Mynarski Martins-Costa em trabalho anterior ao mencionado há pouco. Basicamente, trata-se de qualificar a exigência de que as declarações e garantias repetidas pelo vendedor no fechamento sejam verdadeiras como condição suspensiva<sup>405</sup>, nos termos do artigo

---

<sup>405</sup> “Se o não implemento da *condição precedente* acarretar a simples desvinculação das partes do contrato em razão da não verificação das condições (...), parece estar-se perante uma condição suspensiva. Neste caso, então, a falsidade das declarações e garantias não constituirá inadimplemento, mas simplesmente não implemento da

121 do Código Civil<sup>406</sup>.

“*Condição* é a disposição acessória que subordina a eficácia, total ou parcial, do negócio jurídico a acontecimento futuro e incerto”, sendo “*suspensiva* quando a eficácia do negócio fica na dependência do seu implemento”<sup>407</sup>. A sua configuração depende da concorrência de “três elementos conceptuais: *a*) a subordinação da eficácia à cláusula; *b*) a futuridade do evento (acontecimento *latu sensu*); e *c*) a incerteza objetiva”<sup>408</sup>.

Esses três requisitos restam preenchidos na hipótese, pois:

- (i) por meio da cláusula de exigências para o fechamento, fixa-se que a compra e venda das participações societárias de controle só ocorrerá se, na data de fechamento, as declarações e garantias repetidas pelo vendedor forem verdadeiras – subordina-se, portanto, a eficácia da obrigação das partes de efetivar a compra e venda;
- (ii) a repetição das declarações e garantias pelo vendedor é evento naturalmente futuro, que ocorrerá na data de fechamento, posterior à celebração do contrato; e
- (iii) quando da celebração do contrato, há incerteza objetiva quanto à veracidade das declarações e garantias a serem repetidas pelo vendedor na data de fechamento, porque não se sabe quais acontecimentos impactarão a sociedade nesse interregno de tempo.

No seu pronunciamento mais recente sobre o tema, Fernanda Mynarski Martins-Costa chega a cogitar essa possibilidade, mas descarta-a por entender que a função da construção em tela se afastaria daquela típica das condições. Na sua visão, “as condições *motivam* a existência do diferimento temporal entre assinatura e o fechamento, dando origem a um direito *expectativo*”, enquanto a estrutura em análise é “efeito desse *direito expectativo*” e visa “à regulamentação da superveniência dos riscos endógenos e exógenos do próprio período intercalar”<sup>409</sup>.

É verdade que a repetição das declarações e garantias com veracidade no fechamento não motiva as partes a diferirem a execução da compra e venda. Essa decisão decorre da exis-

---

condição, momento contratual no qual as partes se desvinculam automaticamente do negócio, estando aptas para dispor livre e novamente dos bens objeto do contrato (...). Por outros termos, as partes estarão simplesmente desvinculadas do contrato condicional, não havendo, em princípio, direito de restituição ou indenização entre elas” (MARTINS-COSTA, Fernanda Mynarski. Ensaio sobre o descumprimento de cláusulas de declarações e garantias em alienações de participações societárias com fechamento diferido. *In*: TERRA, Aline de Miranda Valverde; GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz (coord.). **Inexecução das obrigações**: pressupostos, evolução e remédios. Rio de Janeiro: Editora Processo, 2020. v. 1, p. 741-762. p. 757-758).

<sup>406</sup> “Art. 121. Considera-se condição a cláusula que, derivando exclusivamente da vontade das partes, subordina o efeito do negócio jurídico a evento futuro e incerto”.

<sup>407</sup> GOMES, Orlando. **Introdução ao direito civil**. 7. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1983. p. 341 e 343.

<sup>408</sup> PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. **Tratado de direito privado**. Rio de Janeiro: Borsoi, 1955. t. 5. p. 105. Tratando dos dois últimos elementos: “O acontecimento deve ser *futuro* e *incerto*. A incerteza tem de ser objetiva, isto é, real, não bastando que o evento seja desconhecido das partes” (GOMES, Orlando. op. cit. p. 341).

<sup>409</sup> MARTINS-COSTA, Fernanda Mynarski. **Execução diferida nos contratos de M&A**. São Paulo: Almedina, 2022. *E-book*. cap. 1, item 1.1.1.

tência de outros atos necessários à concretização da transferência das participações societárias, muitas vezes de competência de terceiros (v. capítulo 3.3.2 acima). Mas não se considera esse fato suficiente para impedir a qualificação do arranjo em questão como condição suspensiva, por ser possível atribuir função mais ampla a esse instituo. “Na sistemática jurídica, as condições são dos expedientes mais eficientes da *autonomia privada*”. “Acomodam, ajustam, adaptam os atos jurídicos à necessidade humana de pensar em que certos fatos se podem dar, ou podem deixar de dar-se”. “A função da condição consiste em adequar ao futuro, que é incerto, as relações inter-humanas”<sup>410</sup>.

Essa noção da função da condição adequa-se perfeitamente à situação ora examinada. As partes veem-se obrigadas a diferir a execução da compra e venda, por dependerem de determinados acontecimentos para poderem transferir as participações societárias. Sabem, portanto, que só terão a oportunidade de efetivar a operação no futuro e que ficarão sujeitas à incerteza do que ocorrerá com a sociedade nesse meio tempo. Acordando a exigência de que as declarações sejam repetidas com veracidade no fechamento, adequam a sua relação a esse futuro incerto<sup>411</sup>.

O recurso à condição suspensiva também parece coincidir com a intenção comum das partes, que, assessoradas e conhecedoras do significado jurídico da palavra “condição”, optam por inseri-la no contrato. Mais do que isso, escolhem redigir a cláusula de exigências para o fechamento de modo a deixar claro que só tem interesse em concretizar a operação se, no futuro, aquelas exigências forem cumpridas (v. os exemplos trazidos no capítulo 3.3.2.2 acima).

Por essas razões, tem-se que a combinação da cláusula de declarações e garantias com a cláusula de exigências para o fechamento possui valor preceptivo de condição suspensiva.

Viu-se, no capítulo 3.3.2.2 acima, ser usual as partes acertarem que o comprador poderá “renunciar” a essa imposição, adquirindo as participações societárias mesmo que o vendedor não possa repetir as declarações e garantias com veracidade no fechamento. À primeira vista, a articulação pode parecer contrária à lógica da condição suspensiva no direito brasileiro. Isso porque, como explicado, novamente, por Fernanda Mynarski Martins-Costa, a “condição sus-

---

<sup>410</sup> PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. **Tratado de direito privado**. Rio de Janeiro: Borsoi, 1955. t. 5. p. 105.

<sup>411</sup> Seguindo essa linha, na Espanha, e denominando essa modalidade de condição suspensiva de secundária: “Las condiciones secundarias son aquellas que nacen de forma paralela a las principales y cuyo fin consiste en el mantenimiento, en la medida de lo posible, del *statu quo* previsto por las partes en el momento de la firma. Son condiciones accesorias que carecen de sentido sin la existencia de un «closing» diferido del contrato pero que mantienen la misma eficacia suspensiva de modo que su incumplimiento permite la inexecución del negocio. Por tanto, su previsión sirve a la tutela de los intereses de los contratantes – especialmente, el comprador – para que el transcurso del tiempo que media entre la firma y el cierre no implique un menoscabo sustancial en el objeto del contrato” (BEVIÁ, Vicente Gimeno. **Las condiciones en el contrato de compraventa de empresa**. Cizur Menor: Aranzadi, 2016. p. 225).

pensiva opera no plano da eficácia, de modo que, a não satisfação de uma *exigência ao fechamento* que tenha natureza de condição suspensiva implicará, em princípio, em automática desvinculação da relação jurídica básica” – daí ser desnecessária cláusula expressa correspondente àquela da *termination*, representada na figura do capítulo 3.3.2 acima (embora não seja incomum a inserção de disposição nesse sentido no contrato). Na sequência, no entanto, a autora esclarece não haver incompatibilidade entre essa estrutura e o ordenamento nacional, mas apenas o emprego do termo “renúncia” de forma equivocada. Na realidade, autoriza-se previamente o comprador a, emitindo declaração de vontade nesse sentido até a data de fechamento (a “renúncia”), transformar o negócio jurídico, que deixará de ser condicionado<sup>412</sup>.

Cumprе questionar se a “automática desvinculação da relação jurídica básica” por força do não implemento da condição suspensiva ocorre independentemente do grau de falsidade das declarações e garantias repetidas pelo vendedor no fechamento. Se há declaração e garantia de que a sociedade responde a apenas quatro ações trabalhistas e, entre a celebração do contrato e a data de fechamento, um novo processo é iniciado, estão as partes automaticamente desvinculadas? A solução sempre depende do caso concreto. Muitas vezes, as partes fornecem direcionamento ao intérprete, afastando esse efeito na hipótese de falsidades irrelevantes, imateriais ou decorrentes do “curso normal dos negócios”. Na ausência dessas indicações, será necessário avaliar o instrumento e as circunstâncias que o circundam para averiguar a intenção comum das partes ao estipularem a condição suspensiva, tendo-se em mente que a função da construção costuma ser permitir ao comprador “ir embora” se riscos graves o suficiente para fazer esvaír o seu interesse na operação concretizarem-se no período entre a assinatura do contrato e o fechamento<sup>413</sup>.

---

<sup>412</sup> MARTINS-COSTA, Fernanda Mynarski. **Execução diferida nos contratos de M&A**. São Paulo: Almedina, 2022. *E-book*. cap. 1, item 2.3.1.2. Nas palavras da autora: “Não se trata, como aponta Ana Afonso, ‘de renúncia, mas sim de declaração de vontade mediante a qual se intenta transformar o negócio condicionado num negócio simples e puro’. Sendo o vínculo contratual limitado à relação entre as partes, elementar que as mesmas partes estejam legitimadas para modificar o regulamento de interesses estabelecido no contrato, quando sobrevenha uma diferente apreciação de sua conveniência. Inexistem, pois, obstáculos para reconhecer integração e inclusão do pacto modificativo no contrato. Embora, via de regra, a modificação tenha que ser bilateral, nada obsta que o exercício da faculdade de modificação unilateral de um contrato tenha legitimidade por uma previsão contratual. Por outros termos, a declaração unilateral de modificação do contrato estará legitimada por ter sido previamente acordada, de modo que esta modificação poderá ter lugar tanto durante o momento da pendência, quanto o da verificação da falta da condição”.

<sup>413</sup> Tratando dessa questão, Fernanda Mynarski Martins-Costa prefere aludir ao instituto do abuso de direito: “Embora tenham as partes liberdade para preverem as consequências jurídicas para o caso de falsidades das declarações e garantias, certo é que tal liberdade encontra limites nas balizas do art. 187 do Código Civil, que caracteriza o exercício disfuncional (‘abuso de direito’). Será preciso, porém, extremada prudência do intérprete. A falsidade da declaração deverá ser mínima, sem impactos no programa contratual, e não derivada da má-fé, mas de uma mera negligência e, como tal, excusável em vista das circunstâncias. Por outros termos, a boa-fé objetiva pode impedir que se tome uma causa de desfazimento *levíssima*, verdadeiramente insignificante no programa contratual para emprestar-lhe os efeitos do inadimplemento. Porém, se da interpretação do contrato resultar diferentemente, o desfazimento haverá de ser reconhecido” (MARTINS-COSTA, Fernanda Mynarski. Ensaio sobre o descumprimento).

Vale ainda mencionar a hipótese de, desde o momento da celebração do contrato, ser impossível que o vendedor repita uma ou outra declaração e garantia com veracidade no fechamento, devido a fatos passados que não podem ser remediados. Nesse caso, há condição fisicamente impossível, que, em tese, leva à invalidade do negócio jurídico, por força do artigo 123 do Código Civil<sup>414</sup>. Cabe, contudo, tomar essa norma em conjunto com o princípio da preservação do negócio jurídico, i.e., da noção de que “tanto o legislador quanto o intérprete (...) devem procurar conservar, em qualquer um dos três planos – existência, validade e eficácia –, o máximo possível do negócio jurídico realizado pelo agente”<sup>415</sup>. Por consequência, faz-se necessário ponderar se, no caso concreto, há possibilidade de “sanar a deficiência do conteúdo da declaração negocial”<sup>416</sup>.

Tecidas essas ponderações adicionais, conclui-se que a combinação da cláusula de declarações e garantias com a cláusula de exigências para o fechamento exprime valor preceptivo de submeter parcialmente a eficácia do negócio jurídico (no que tange à execução da compra e venda) a condição suspensiva (a veracidade das declarações e garantias repetidas pelo vendedor no fechamento), sendo o regime alterável por decisão de uma das partes (no caso de “renúncia” pelo comprador).

Duas singelas variações são possíveis nessa estrutura. Em primeiro lugar, é admissível, embora incomum, que as partes redijam a cláusula de exigências para o fechamento prevendo que o comprador terá o direito de desfazer o negócio (ao invés de sequer ter a obrigação de executá-lo) se as declarações e garantias repetidas pelo vendedor no fechamento forem falsas. Nessa hipótese, há “um *direito formativo* de opção ao adquirente”<sup>417</sup>, de modo que a desvinculação depende do exercício dessa opção. Em segundo lugar, por vezes, as partes estipulam que o vendedor assinará um documento no fechamento, atestando a veracidade das declarações e garantias repetidas nesse momento. Nesse caso, o vendedor assume obrigação de fazer, igual-

---

mento de cláusulas de declarações e garantias em alienações de participações societárias com fechamento diferido. *In*: TERRA, Aline de Miranda Valverde; GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz (coord.). **Inexecução das obrigações**: pressupostos, evolução e remédios. Rio de Janeiro: Editora Processo, 2020. v. 1, p. 741-762. p. 760). O argumento não parece ser o mais adequado, pois não há direito a ser exercido pelo comprador diante do não implemento da condição suspensiva. Por essa razão, entende-se que a saída está na interpretação do que as partes pretendiam por meio da cláusula de exigências para o fechamento.

<sup>414</sup> “Art. 123. Invalidam os negócios jurídicos que lhes são subordinados: I – as condições física ou juridicamente impossíveis, quando suspensivas”.

<sup>415</sup> AZEVEDO, Antônio Junqueira de. **Negócio jurídico**: existência, validade e eficácia. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2010. p. 66.

<sup>416</sup> MARINO, Francisco Paulo De Crescenzo. **Interpretação do negócio jurídico**. São Paulo: Saraiva, 2011. p. 340.

<sup>417</sup> MARTINS-COSTA, Fernanda Mynarski. Ensaio sobre o descumprimento de cláusulas de declarações e garantias em alienações de participações societárias com fechamento diferido. *In*: TERRA, Aline de Miranda Valverde; GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz (coord.). **Inexecução das obrigações**: pressupostos, evolução e remédios. Rio de Janeiro: Editora Processo, 2020. v. 1, p. 741-762. p. 759.

mente submetida à condição suspensiva, e não pode se furtar de cumpri-la se as declarações e garantias repetidas no fechamento forem verdadeiras (normalmente, essa obrigação será reiterada na seção do contrato dedicada à descrição dos atos que as partes devem efetivar no fechamento)<sup>418</sup>.

### 5.3. Segunda possibilidade de valor preceptivo: estabelecimento de dever contratual de responder pelo risco

Consoante exposto no capítulo 3.3.2.3 acima, na grande maioria dos contratos de compra e venda de participações societárias de controle, a cláusula de declarações e garantias é combinada com a cláusula de indenização. Essa construção estabelece uma obrigação de dar do vendedor, na modalidade específica de obrigação de indenizar primária, sujeita a condição suspensiva – no caso, a verificação de prejuízos gerados por uma situação de fato diferente daquela retratada na cláusula de declarações e garantias. Ao comprometer-se a indenizar os danos que o comprador e/ou a sociedade vierem a sofrer em decorrência de acontecimentos incongruentes com o cenário delineado pelas declarações e garantias, o vendedor assume um risco. Realizado o risco (i.e., implementada a condição suspensiva), torna-se eficaz a sua obrigação de indenizar. Em outras palavras, o vendedor contrai um dever contratual de responder pelo risco, na feliz expressão de Orlando Gomes<sup>419</sup>.

É plausível, contudo, outra compreensão dessa construção. Pensa-se na noção de obri-

---

<sup>418</sup> “Pero además de una condición necesaria para el cierre, la ratificación de las declaraciones y garantías suele presentar-se en los contratos como una obligación, cuyo incumplimiento es atribuible al contratante que las haya asumido” (BEVIÁ, Vicente Gimeno. **Las condiciones en el contrato de compraventa de empresa**. Cizur Menor: Aranzadi, 2016. p. 331).

<sup>419</sup> “PRESTAÇÕES ESPECIAIS. Posto que a entrega ou restituição de uma coisa seja o objeto das obrigações de dar, há obrigações desse gênero que merecem consideração especial, devido a importantes particularidades. São as prestações consistentes em dinheiro, reparação de danos e pagamento de juros, todas de curso frequente e ponderável interesse no comércio jurídico. (...) PRESTAÇÃO DE INDENIZAÇÃO. A obrigação de reparar danos tem como objeto prestação especial, que consiste no ressarcimento dos prejuízos causados a uma pessoa por outra (...). Denomina-se indenização o objeto dessa prestação. A obrigação de indenizar danos pode ter as seguintes causas: a) o ato ilícito; b) o inadimplemento de obrigação contratual; c) o dever contratual de responder pelo risco; d) o dever legal de responder sem culpa. Dizem-se primárias as obrigações de indenizar, nas quais a reparação do dano é o objeto direto e imediato da prestação. Tais são as que a lei faz derivar do ato ilícito, as contraídas para o fim indenizatório, como a que resulta de um contrato de seguro, e as impostas legalmente às empresas, pelos riscos que criam. É secundária a obrigação de indenizar que surge em consequência do inadimplemento culposo de uma obrigação contratual” (GOMES, Orlando. **Obrigações**. 8. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1986. p. 53 e 60. Grifos nossos). Tratando dos contratos de seguro, Orlando Gomes confirma que a obrigação de indenizar decorrente da assunção contratual de risco sujeita-se a condição: “Conquanto a obrigação do segurador seja condicional, há interdependência das obrigações que gera tanto para uma como para a outra parte. Obriga-se o segurado a pagar o prêmio. Do cumprimento dessa obrigação depende o seu direito a exigir do segurador o pagamento da quantia estipulada, caso se verifique o acontecimento a que se subordina a obrigação deste. Assim, o segurado é devedor de dívida certa e credor de dívida condicional (Planiol e Ripert)” (GOMES, Orlando. **Contratos**. 11. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1986. p. 463. Grifos nossos).

gação de garantia, que, na clássica dicção de Fábio Konder Comparato, “é aquela que consiste na eliminação de um risco que pesa sobre o credor, independentemente de sua concretização, o que obriga *a fortiori* o devedor a reparar as conseqüências da realização deste risco”<sup>420</sup>. “Mas mesmo que esta não se verifique, a simples assunção do risco pelo devedor da garantia representa o adimplemento de sua prestação”. “A razão disto está em que a eliminação de um risco que pesa sobre o credor representa por si mesma um bem da vida, traduzível muita vez em preciso valor econômico”<sup>421-422</sup>.

A escolha por uma ou por outra via não parece gerar diferenças práticas<sup>423</sup>. Ao fim e ao

---

<sup>420</sup> COMPARATO, Fábio Konder. **O seguro de crédito**: estudo jurídico. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1968. p. 101. Na mesma página, Fábio Konder Comparato indica que a obrigação de garantia corresponderia ao “dever de prestar segurança”, fazendo referência a Pontes de Miranda. Contudo, o conceito traçado por esse segundo autor liga-se primordialmente às garantias de crédito, pelo que não se aproxima do quanto discutido neste trabalho. *In verbis*: “Segurança ou garantia é o reforçamento de algum direito, ordinariamente crédito. Alguém, por outrem, ou o próprio sujeito passivo da relação jurídica, com a sua promessa, ou com a dação da posse, ou do domínio, ou direito real limitado, torna mais facilmente executável a dívida ou mais facilmente exercível o direito” (PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. **Tratado de direito privado**. 2. ed. Rio de Janeiro: Borsoi, 1958. t. 22, p. 299).

<sup>421</sup> COMPARATO, Fábio Konder. Obrigações de meio, de resultado e de garantia. *In*: \_\_\_\_\_. **Ensaio e pareceres de direito empresarial**. Rio de Janeiro: Forense, 1978. p. 521-539. p. 537-538. O autor segue afirmando, na próxima página, que a obrigação de garantia atrairia regime de responsabilidade diverso daquele atrelado à obrigação de resultado: na obrigação de resultado, a não produção do resultado “constitui por si só o devedor em mora, cabendo-lhe o ônus da prova de caso fortuito ou força maior para se exonerar de responsabilidade”, enquanto na obrigação de garantia “nem mesmo a ocorrência de caso fortuito ou de força maior exime o devedor de sua prestação, pois o conteúdo deste tipo de obrigação é a eliminação de um risco que, por definição, é um evento de realização fortuita, independente portanto da vontade do vendedor”. Salvo melhor juízo, essa explicação parece comparar momentos diferentes da relação obrigacional. Isso porque o “evento de realização fortuita” que caracterizaria a obrigação de garantia é responsável pelo surgimento do dever de indenizar – e não por seu incumprimento. Tome-se, por exemplo, um contrato de seguro de danos patrimoniais. Caso o segurado sofra prejuízos devido a um desastre natural, a seguradora será obrigada a pagar a indenização (o evento de força maior gerará, portanto, o prejuízo que dá origem ao dever de indenizar; trata-se da condição suspensiva referida há pouco). Agora, suponha-se que, devido ao mesmo desastre natural, os bancos do país permaneçam fechados por uma semana e a seguradora não consiga realizar o pagamento da indenização. Nessa situação, o evento de força maior afastará os efeitos da mora da seguradora, como no caso de uma obrigação de resultado ou até mesmo de meio. De qualquer forma, essas ponderações afastam-se da hipótese sob análise, na qual, como se verá, o regime de responsabilidade é estabelecido contratualmente.

<sup>422</sup> Na mesma linha, não se pode deixar de mencionar os escritos de Emilio Betti: “L’utilità infatti c’è, e consiste in una garanzia, in una sicurezza, che fin dal momento della conclusione del contratto l’assicuratore dà all’assicurato nel senso che, verificandosi l’evento da questi temuto, esso assicuratore gli conferirà un indennizzo o, in generale, un compenso che lo tenga indenne, almeno parzialmente, del danno che venga a soffrire. Perciò, prima ancora che l’evento temuto si verifici, v’è l’attribuzione di una utilità, da parte dell’assicuratore all’assicurato, che è data dalla assunzione del rischio di cui si teme, da parte dell’assicuratore”. “L’assicurato viene sollevato da un rischio, e ciò è indubbiamente un bene, una utilità tipica che gli viene procacciata prima ancora che l’evento temuto si verifici ed anche se non dovesse verificarsi, almeno entro un prossimo lasso de tempo”. “L’utilità del bene conferito all’assicurato consiste proprio in questo: nell’essere sollevato dall’ansia che gli procura l’incertezza circa il proprio avvenire, nell’essere liberato dalle preoccupazioni che tale incertezza ingenera, scoraggiando e paralizzando lo spirito d’iniziativa”. “Ora, in questo caso, prima che il danno si verifici, non possiamo dire che ci sia una prestazione nel senso tecnico tradizionale di un contegno valutabile ad una stregua di diligenza o un risultato utile di un operare, ma c’è una garanzia, una sicurezza prestata dalla società assicuratrice per il solo fatto di avere assunto su di sé il rischio con l’impegno di provvedere al verificarsi del rischio stesso mediante una indennità o un risarcimento del l’eventuale danno” (BETTI, Emilio. **Teoria generale delle obbligazioni**. Milano: Giuffrè, 1953. v. 1. p. 41-44).

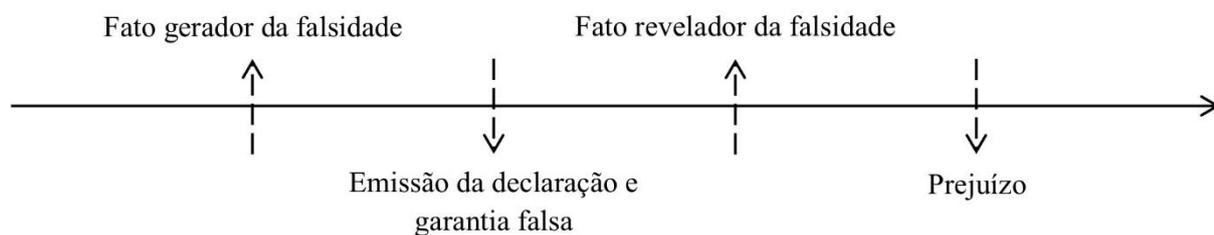
<sup>423</sup> A diferença está, como explica Claudia Confortini, no enfoque no interesse do comprador, mais proeminente na ideia de obrigação de garantia: “Quest’ultima tesi [di chi ha inteso guardare al patto di garanzia de quo attraverso

cabo, assumir dever contratual de responder pelo risco aparenta ser a mesma coisa do que contrair obrigação de garantia. Sob ambas as perspectivas, releva que exista interesse do credor sujeito a risco e que o devedor se comprometa a arcar com esse risco, fornecendo tranquilidade à contraparte.

O elemento central da estrutura é, portanto, o risco. “Como tal se entende a eventualidade da verificação de um acontecimento futuro previsto no contrato. Não é necessário que o evento seja incerto; basta a incerteza quanto ao momento em que se verificará”<sup>424</sup>. Na hipótese em análise, cumpre pontuar que o risco imputado ao vendedor não é o da falsidade das declarações e garantias (que sequer consiste em risco, tendo em vista que as declarações e garantias falsas o são desde o momento da celebração do contrato, ainda que as partes não o saibam). Na verdade, o risco em questão é o de o comprador e/ou a sociedade (e/ou outros terceiros) virem a ter gastos em decorrência de uma situação cuja ocorrência revele aquela falsidade.

Para explicar essa afirmação, cumpre vincar que a falsidade de uma declaração e garantia desdobra-se em quatro momentos, que podem ser representados da seguinte forma:

Figura 3 – Desdobramento da falsidade de uma declaração e garantia



il prisma della condizione, qualificando gli obblighi d’indennizzo come obbligazioni pecuniarie *tout court*, sospensivamente condizionate al verificarsi degli eventi futuri e incerti dedotti nelle clausole di *R&W* – oltre a offrire agevole soluzione a uno dei più spinosi problemi applicativi legati alla operatività delle clausole in esame, (...) – perviene a una qualificazione unitaria dei fatti generatori di obblighi d’indennizzo del venditore. A sostegno della teoria delle obbligazioni pecuniarie condizionate, del resto, militano alcune considerazioni: è vero che, per tutta la durata delle garanzie convenzionalmente prestate dal venditore, si realizza una situazione di attesa e incertezza simile a quella che si verifica in pendenza i una condizione sospensiva ed è pur vero che – come nella condizione così attraverso le garanzie convenzionali – i contraenti assegnano rilevanza all’accadimento di eventi futuri e incerti (es., la scoperta d’insistenze dell’attivo o di passività non coperte, l’avvio di un procedimento davanti all’Autorità Antitrust ecc.) collegandovi effetti obbligatori (i.e.: nascita dell’obbligo di indennizzo e correlativo credito). Una riflessione più meditata, tuttavia, sembra rivelare come la proposta di qualificare gli obblighi di indennizzo in termini di obbligazioni pecuniarie (...) trascuri di porre in rilievo la natura degli interessi delle parti e del compratore in particolare (...). Interesse primario del compratore-garantito non è ottenere il pagamento di una somma di denaro, bensì, conseguire la certezza dell’affidabilità delle dichiarazioni del venditore, la *sicurezza* di non dover subire conseguenze economiche negative al riscontro di un difetto di veridicità delle stesse: venditore e compratore intendono realizzare un bisogno di sicurezza mercé la produzione di un effetto giuridico attuale e non sospeso” (CONFORTINI, Claudia. **Il governo dei rischi nella vendita di partecipazioni**. Milano: Giuffrè, 2020. p. 296-298).

<sup>424</sup> GOMES, Orlando. **Contratos**. 11. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1986. p. 471.

Assim, por exemplo: no primeiro momento, a sociedade viola determinada norma trabalhista (fato gerador da falsidade); no segundo momento, o vendedor declara e garante que a sociedade cumpre com todas as leis trabalhistas (emissão da declaração e garantia falsa); no terceiro momento, um ex-empregado da sociedade propõe-lhe demanda trabalhista (fato revelador da falsidade); e, no quarto momento, a sociedade é condenada (prejuízo). É apenas esse último acontecimento que faz surgir o dever de indenizar do vendedor<sup>425</sup>. Antes disso, pouco importa que a declaração e garantia seja falsa. O que o vendedor assegura ao comprador, por meio da cláusula de indenização, é que nem ele nem a sociedade terão que arcar com despesas decorrentes de fatos não conciliáveis com as declarações e garantias.

Mecanismos dessa ordem são criados e regrados no plano contratual, de modo que a sua aplicação deve se dar em estrito acordo com o estipulado pelas partes – especialmente por se tratar de ferramenta de alocação de riscos<sup>426</sup>. Nesse sentido, em geral (i.e., quando adotado o modelo usual de combinação da cláusula de declarações e garantias com a cláusula de indenização, analisado no capítulo 3.3.2.3 acima):

- (i) o vendedor assume um risco objetivo e contrai obrigação de indenizar primária, de modo que a sua responsabilização não se relaciona com a sua eventual culpa na emissão da declaração e garantia falsa, que sequer deve ser investigada;
- (ii) por consequência, para obter a reparação, o comprador precisa demonstrar apenas a falsidade da declaração e garantia e o dano relacionado;
- (iii) os prejuízos indenizáveis não são os previstos em lei, mas sim aqueles estipulados no contrato, tanto no que diz respeito ao agente que efetua os gastos reparáveis (que não precisa necessariamente ser o comprador, podendo também ser a sociedade e/ou outros terceiros), quanto no que tange à sua extensão (que pode abranger verbas normalmente não incluídas em indenizações decorrentes de inadimplemento contratual);
- (iv) o vendedor tem responsabilidade pelo prazo estabelecido contratualmente; e
- (v) os procedimentos definidos pelas partes (de notificação de fatos reveladores de falsidades nas declarações e garantias, condução de demandas, constituição de garantias etc.) devem ser respeitados<sup>427</sup>.

---

<sup>425</sup> Não obstante seja comum a previsão de que, se o fato revelador da falsidade ocorrer dentro do prazo de responsabilidade do vendedor, o seu dever de indenizar manter-se-á, ainda que o prejuízo só seja sofrido após o escoamento do prazo.

<sup>426</sup> Consoante estipulado pelo artigo 421-A, II, do Código Civil: “Art. 421-A. 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: (...) II – a alocação de riscos definida pelas partes deve ser respeitada e observada”.

<sup>427</sup> Diferentemente do defendido por alguns autores (PARGENDLER, Mariana; GOUVÊA, Carlos Portugal. As diferenças entre declarações e garantias e os efeitos do conhecimento. *In*: \_\_\_\_\_; \_\_\_\_\_; LEVI-MINZI, Mauri-

Considerando a severidade da responsabilidade independente de culpa, excepcional no direito brasileiro<sup>428</sup>, entende-se que o dever contratual de responder pelo risco depende de estipulação expressa<sup>429</sup>, em regra constante da cláusula de indenização. Consoante defendido no capítulo 5.1 acima, não se considera possível inferir o estabelecimento de dever dessa ordem apenas da cláusula de declarações e garantias<sup>430</sup>.

---

zio (org.). **Fusões e aquisições**: pareceres. São Paulo: Almedina, 2022. p. 277-316. p. 293-295), essas diretivas não parecem ser incompatíveis com a emissão de declarações e garantias com qualificadoras de conhecimento. Ao que tudo indica, a qualificadora de conhecimento age na delimitação da esfera do risco assumido pelo vendedor (que fica restrito ao campo demarcado pela qualificadora – o do seu conhecimento, o do seu melhor conhecimento etc.), e não na alteração da natureza do acordo das partes. Em outras palavras, na presença de cláusula de declarações e garantias com qualificadora de conhecimento e de cláusula de indenização, o comprador que deseja reparação precisa demonstrar que a declaração e garantia é falsa considerando a qualificadora, mas, superada essa barreira, deve ter acesso aos direitos que lhe são garantidos pelo contrato. Nesse sentido: “es posible que las partes limiten la aplicación de las ‘warranties’ a través de los parámetros – ‘qualifiers’ – citados anteriormente: la materialidad – ‘materiality’ – y el conocimiento efectivo – ‘knowledge qualification’” (BEVIÁ, Vicente Gimeno. **Las condiciones en el contrato de compraventa de empresa**. Cizur Menor: Aranzadi, 2016. p. 130); “Pode-se até admitir-se que, em certos casos, as *garantias* (...) sofram (...) determinadas limitações a jusante, traduzidas, por exemplo, em restrições baseadas no conhecimento das partes ou na esfera de negócios e de atividade do vendedor” (PIRES, Catarina Monteiro. **Aquisição de empresas e de participações acionistas**: problemas e litígios. Coimbra: Almedina, 2019. p. 73); “Neste sentido, cuidando-se de cláusula de garantia, não se poderia atribuir um significado à expressão ‘até onde saibam os vendedores’ que viesse a tornar a garantia ociosa ou inócua, uma vez que tal interpretação violaria frontalmente os princípios da obrigatoriedade e da intangibilidade” (TEPEDINO, Gustavo. **Novos princípios contratuais e teoria da confiança**: a exegese da cláusula *to the best knowledge of the sellers* (opinião doutrinária). Rio de Janeiro, 2012. Disponível em: <http://www.tepedino.adv.br/wp/wp-content/uploads/2012/09/biblioteca13.pdf>. Acesso em: 1º jul. 2017. p. 11).

<sup>428</sup> De acordo com o parágrafo único do artigo 927 do Código Civil, há “obrigação de reparar o dano, independentemente de culpa, nos casos especificados em lei, ou quando a atividade normalmente desenvolvida pelo autor do dano implicar, por sua natureza, risco para os direitos de outrem”.

<sup>429</sup> “Il est nécessaire d’arrêter et de déterminer, dans un document écrit qui sera paraphé et signé par les parties, les garanties donnés par le vendeur. Selon la jurisprudence, en effet, une telle garantie doit résulter d’un engagement formel, c’est-à-dire d’une clause expresse : une telle garantie ne peut être implicite” (PAILLUSSEAU, Jean et al. **La cession d’entreprise**. 3<sup>ème</sup> ed. Paris: Dalloz, 1993. p. 427). “[A] garantia contratual configura, no jargão civilístico, verdadeira obrigação de garantia – obrigação essa que, mais forte e protetiva do que as obrigações de meio e de resultado que preponderam na tradição romanista, depende para o seu surgimento de determinação legal ou expressa pactuação das partes” (PARGENDLER, Mariana; GOUVÊA, Carlos Portugal. As diferenças entre declarações e garantias e os efeitos do conhecimento. In: \_\_\_\_\_; \_\_\_\_\_; LEVI-MINZI, Maurizio (org.). **Fusões e aquisições**: pareceres. São Paulo: Almedina, 2022. p. 277-316. p. 293).

<sup>430</sup> Contra esse entendimento, posiciona-se, no Brasil, Caio Raphael Marotti de Oliveira: “Além disso, é incorreto afirmar que essa é a estrutura de funcionamento das cláusulas de declaração e garantia quando se tratam de obrigações de garantia. E que, a contrário senso, na ausência de consequências contratuais – por exemplo, na falta de uma cláusula de indenização –, as cláusulas de declaração e garantia não criariam obrigações. Considerando os sistemas de origem, se assim o fosse, não haveria, nos países de origem desse tipo de cláusulas, contratos-modelo como o *Sinclair on warranties and indemnities*, em que as *warranties* não se relacionam com cláusulas de indenização, de resolução contratual ou com cláusulas que criem qualquer outro tipo de consequência. Esse, aparentemente, é o padrão na Inglaterra, diferentemente dos Estados Unidos, em que se costuma ligar a cláusula de declaração e garantia à cláusula de indenização. Tanto na Inglaterra quanto nos Estados Unidos, o descumprimento de uma *warranty* gera uma ação contratual, por descumprimento da *warranty* (ação por *breach of warranty*)” (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. p. 97-98). Contudo, como se vê, a única justificativa apresentada pelo autor é uma referência à prática vigente na Inglaterra, onde, consoante exposto no capítulo 4.1.2.2 acima, há regime legal atrelado ao instituto da *warranty*, inexistente no direito brasileiro. Por essa razão, não se corrobora a sua visão. Por sua vez, Giacomo Grezzana parece assumir posição contraditória sobre o assunto, pois defende que a “realização do risco (...) deve dar azo apenas aos remédios jurídicos previstos no contrato nos estritos limites ali definidos”, mas segue afirmando que, na “completa ausência de regulação contratual sobre as consequências da

Sustentou-se até aqui que a ligação da cláusula de declarações e garantias com a cláusula de indenização exprime valor preceptivo de estabelecimento de dever contratual do vendedor de responder pelo risco<sup>431</sup>. Diante dessa proposição, mostra-se pertinente abordar dois aspectos

---

falsidade, cabe[ria] ao julgador integrar a regulação objetiva do negócio com os usos do meio em que foram celebrados” (GREZZANA, Giacomo. **A cláusula de declarações e garantias em alienação de participação societária**. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 201).

<sup>431</sup> Essa linha de raciocínio é encapada principalmente pela doutrina italiana, vide: AMBROSINI, Stefano. Trasferimento di partecipazioni azionarie, clausole di *indemnity* e contratto per persona da nominare. **Contratto e Impresa**, Padova, v. 12, n. 3, p. 898-920, 1996. p. 910; AROSSA, Fabrizio. **Le clausole di “garanzia” e di indennizzo nel “contrato di acquisizione” di partecipazioni sociali**. Disponível em: <http://www.giur.uniroma3.it/materiale/didattico/international-business-contracts/20aprile/le-clausole-di-garanzia-e-di-indennizzo.pdf>. Acesso em: 7 out. 2017. p. 34 (“secondo altra dottrina appena analizzata l’obbligo del venditore in ipotesi di ‘violazione’ (*recte* inesattezza) delle *representations and warranties* non deriva da inadempimento, ma dalla specifica assunzione di responsabilità del venditore sospensivamente condizionata al verificarsi della ‘inesattezza’ ossia la difformità tra quanto dichiarato e la situazione reale, potendosi pertanto legittimamente parlare di inadempimento solo in un momento successivo, ovverosia al mancato pagamento da parte del venditore del quantum dovuto”); BIANCHI, Maria Teresa. Clausole particolari nel trasferimento di pacchetti azionari di riferimento. **Il Diritto Fallimentare e delle Società Commerciali**, Padova, v. 68, n. 3, p. 370-402, 1993. p. 391 (“Qui è opportuno distinguere fra le clausole di garanzia e quelle del *closing*; nel primo caso l’alienante si impegna a garantire corrispondenza fra quanto dichiarato e la realtà (per il rischio che insorgano problemi dopo il *closing* (...))”); CANÉ, Daniele. Cessione di partecipazioni e clausole di garanzia: brevi note a margine della sentenza della Corte di Cassazione n. 17948/2012. **Rivista Trimestrale di Diritto Tributario**, Torino, n. 3/2013, p. 669-694, 2013. p. 680-681 (“saremmo in presenza di prestazioni contrattuali caratterizzate da una causa di garanzia, dalla cui violazione sorge l’obbligo di corrispondere una somma di denaro che è qualificabile come indennizzo in senso stretto”); CONFORTINI, Claudia. **Il governo dei rischi nella vendita di partecipazioni**. Milano: Giuffrè, 2020. p. 185 (“Sembra, dunque, *prima facie* più corretto discorrere di un negozio atipico, con funzione di ‘garanzia pura’, in forza del quale un soggetto assume il rischio legato a un evento secondo il modello assicurativo e il compratore è ‘sollevato’ dalle conseguenze di determinato eventi dannosi”) e 366 (“A ben vedere, un nesso teleologico unitario avvince le garanzie convenzionali prestate dal venditore e la assicurazioni *R&W*: le une come le altre sono volte a realizzare la *traslazione* di una parte, più o meno consistente, dal patrimonio dell’acquirente a quello dell’alienante (o dall’acquirente) all’assicuratore, assolvendo una funzione di garanzia pura”); D’ALESSANDRO, Carlo. **Compravendita di partecipazioni sociali e tutela dell’acquirente**. Milano: Giuffrè, 2003. p. 201-202 (“Muovendo da questa premessa, si può precisare anzitutto la natura giuridica dell’indennità. Questa non costituisce obbligazione (secondaria) di risarcimento dei danni prodotti dall’inadempimento della garanzia, ossia dell’obbligazione (primaria) assunta con la ‘promessa’ di certe qualità e consistenze patrimoniali ecc. Al contrario, costituisce essa stessa (oggetto dell’) obbligazione *primaria* di mantenere indenne il compratore dal rischio (che ormai sappiamo essere oggettivo e putativo) della sopravvenienza”); DE NOVA, Giorgio. **Il sale and purchase agreement: un contratto commentato**. 2ª ed. Torino: G. Giappichelli Editore, 2017. p. 182 (“Secondo questa concezione, le *R&W* sono un meccanismo di assunzione e di allocazione dei rischi”); e TINA, Andrea. **Il contratto di acquisizione di partecipazioni societarie**. Milano: Giuffrè, 2007. p. 318-321 (“Nel momento in cui il venditore assicura una determinata situazione in capo alla società, egli si assume un’obbligazione di garanzia, accollandosi, cioè, il rischio contrattuale che tale promessa situazione sia del tutto, o parzialmente, differente da quella reale. L’obbligazione del venditore può, quindi, essere valutata sulla scorta di un impegno di tipo assicurativo con cui si solleva l’acquirente dai rischi insiti nell’affare: più correttamente può pararsi di una garanzia di indennizzo, che può essere accosto para una prestazione di tipo assicurativo (...). La garanzia prestata non viene considerata, quindi, un’obbligazione in senso tecnico, ma come un patto ‘che ricollega al solo mancato verificarsi dell’evento conforme all’interesse della parte garantita il sorgere dell’eventuale obbligazione (da intendersi, invece, in senso tecnico) di indennizzo’. Secondo un’ulteriore ricostruzione, essa conterrebbe, piuttosto, un’obbligazione di assunzione di responsabilità, sospensivamente condizionata all’individuazione di una passività garantita (...).”); A tese também ecoa na França (MOUSSEON, Pierre. **Les conventions sociétaires**. Paris: LGDJ, 2010. p. 140; e PAILLUSSEAU, Jean et al. **La cession d’entreprise**. 3ª ed. Paris: Dalloz, 1993. p. 426 et seq.) e é corroborada por autores e precedentes portugueses, cf.: GOMES, José Ferreira. **M&A: aquisição de empresas e de participações sociais**. Lisboa: AAFDL, 2022. p. 267-269 (“as cláusulas são construídas como uma solução de pura distribuição do risco contratual: aquele que declara não assume uma qualquer obrigação suscetível de incumprimento. (...) A divergência entre o declarado e a realidade gera apenas consequências contratuais específicas (...))”); LOUREIRO, Catarina Tavares; FERREIRA, Manuel Cordeiro. As cláusulas de declarações e garantias no direito português: reflexões a propósito do acórdão do Supremo Tribunal de Justiça de 1 de março de 2016. **Actualidad Jurídica Uría Menéndez**, Madrid, n. 44,

específicos da interação entre essa construção e normas cogentes.

O primeiro gira em torno do chamado princípio indenitário, “segundo o qual o segurado só receberá o necessário para recolocar-se no *status quo ante*, não podendo lucrar com o sinistro”<sup>432</sup>. Na Itália e em Portugal, diversos autores defendem a aplicação dessa diretiva à indenização atrelada à cláusula de declarações e garantias, de modo a afastar a consideração de eventuais lucros cessantes na reparação devida pelo vendedor ao comprador<sup>433</sup>.

Essa linha de raciocínio não parece correta no âmbito do direito brasileiro. Entre nós, o princípio indenitário possui incidência limitada, tendo previsão legal expressa apenas no campo do seguro de dano, consoante disposto no artigo 778 do Código Civil<sup>434</sup>. De resto, vige o princípio da reparação integral, posto no artigo 944 do mesmo diploma<sup>435</sup>, que impõe a consideração dos lucros cessantes em indenizações. De qualquer forma, como se viu há pouco, o mecanismo em exame tem fundamento contratual, pelo que não se reputa adequado o malabarismo jurídico de defini-lo como obrigação de garantia para fazer incidir uma norma estipulada para o caso específico do seguro de dano. Em sentido contrário, considera-se que a correta medida da indenização devida pelo vendedor é aquela que deflui dos termos do próprio contrato, incluindo lucros cessantes se assim tiver sido estipulado pelas partes<sup>436</sup>.

---

p. 15-30, 2016; e RUSSO, Fábio Castro. Das cláusulas de garantia nos contratos de compra e venda de participações sociais de controlo. **Direito das Sociedades em Revista**, Coimbra, ano 2, v. 4, p. 115-136, 2010. p. 132-133 (“As *reps and warrs* são enquadráveis nas denominadas obrigações de garantia, no âmbito das quais o devedor (o vendedor) responde pelas eventuais divergências entre o que declara no contrato e a realidade ‘haja o que houver’. Por outras palavras, o vendedor assume plenamente o risco da não verificação da ‘situação’ garantida, independentemente de culpa da sua parte, o que é admissível à luz da liberdade contratual”). No Brasil, falando em “estipulação contratual de garantia”: MENDES-MEDEIROS, Mariana. **Cláusulas de declarações e garantias**: nos contratos internacionais de aquisição de empresas ou ativos. 2006. Dissertação (Mestrado em Direito Internacional) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2006. p. 18. Adotando a qualificação de obrigação/cláusula de garantia: GREZZANA, Giacomo. **A cláusula de declarações e garantias em alienação de participação societária**. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 189 et seq.; GORESCU, Carla Pavesi. **Delimitação da indenização em operações de fusões e aquisições no Brasil**. São Paulo: Almedina, 2020. p. 34; e TRINDADE, Marcelo. *Sandbagging* e as falsas declarações em alienações empresariais. In: CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de; AZEVEDO, Luis André; HENRIQUES, Marcus de Freitas (coord.). **Direito societário, mercado de capitais, arbitragem e outros temas**: homenagem a Nelson Eizirik. São Paulo: Quartier Latin, 2020. v. 3, p. 91-104. p. 92.

<sup>432</sup> TZIRULNIK, Ernesto. Princípio indenitário no contrato de seguro. **Revista dos Tribunais**, São Paulo, v. 759, p. 89-121, 1999. p. 90.

<sup>433</sup> CONFORTINI, Claudia. **Il governo dei rischi nella vendita di partecipazioni**. Milano: Giuffrè, 2020. p. 276-277; RUSSO, Fábio Castro. Das cláusulas de garantia nos contratos de compra e venda de participações sociais de controlo. **Direito das Sociedades em Revista**, Coimbra, ano 2, v. 4, p. 115-136, 2010. p. 133-135; e TINA, Andrea. **Il contratto di acquisizione di partecipazioni societarie**. Milano: Giuffrè, 2007. p. 487.

<sup>434</sup> “Art. 778. Nos seguros de dano, a garantia prometida não pode ultrapassar o valor do interesse segurado no momento da conclusão do contrato, sob pena do disposto no art. 766, e sem prejuízo da ação penal que no caso couber”.

<sup>435</sup> “Art. 944. A indenização mede-se pela extensão do dano”.

<sup>436</sup> Também se posiciona contra a aplicação do princípio indenitário: 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. p. 100.

O segundo ponto de conexão interessante entre o regime contratual e a disciplina legal diz respeito ao expediente de *sandbagging*. Não obstante a maioria dos autores brasileiros admita a pactuação de cláusulas tratando do assunto<sup>437</sup>, muitos entendem que, na ausência de estipulação expressa, o direito brasileiro impediria o comprador de acionar a cláusula de indenização quando tinha conhecimento, antes da transferência das participações societárias, da falsidade da declaração e garantia em questão. Nesse sentido, destacam-se quatro argumentos.

Marcelo Trindade sustenta que, diante do conteúdo do artigo 175 do Código Civil, “o devedor do preço, credor da coisa, aceitando a execução do contrato, mesmo ciente da falsidade da declaração do alienante devedor, não poderá voltar atrás (...) para pleitear indenização”<sup>438</sup>. Esse dispositivo não aparenta, contudo, ter a extensão defendida pelo autor, pois apenas prevê que a “confirmação expressa, ou a execução voluntária de negócio anulável, (...) importa a extinção de todas as ações, ou exceções, de que contra ele dispusesse o devedor”. Em outras palavras, a lei só proíbe o agente que executa o negócio jurídico anulável de se voltar contra o próprio negócio jurídico (“contra ele”), buscando posteriormente a sua anulação. A lógica dessa norma é evidente. Como explica Clóvis Beviláqua (comentando o artigo 151 do Código Civil de 1916, substancialmente igual ao atual nesse ponto), na “sua essência, a confirmação é, precisamente, a renúncia expressa ou tácita, que faz o agente, dos meios que lhe faculta a lei, de anular o ato. E, uma vez confirmado o acto, não pode mais invocar-se a nulidade, que desapareceu com a ratificação”<sup>439</sup>. No entanto, a pretensão indenizatória calcada na falsidade de declarações e garantias não se coloca contra o contrato. Pelo contrário: funda-se nas suas cláusulas e, portanto, é plenamente coerente com a sua eventual confirmação. Por essa razão, en-

---

<sup>437</sup> GREZZANA, Giacomo. Cláusula de irrelevância da ciência prévia do adquirente sobre contingências da sociedade-alvo em alienações de participação societária (cláusula de irrelevância da ciência prévia – “*sandbagging provisions*”). **Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários**, São Paulo, v. 11, p. 105-132, 2020. p. 123; KALANSKY, Daniel; SANCHEZ, Rafael Biondi. *Sandbagging clauses* nas operações de fusões e aquisições (M&A). In: BARBOSA, Henrique; BOTREL, Sérgio (coord.). **Novos temas de direito e corporate finance**. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 145-153. p. 150; 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**. 2022. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2022; OLIVEIRA, Caio Raphael Marrotti 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; e TRINDADE, Marcelo. *Sandbagging* e as falsas declarações em alienações empresariais. In: CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de; AZEVEDO, Luis André; HENRIQUES, Marcus de Freitas (coord.). **Direito societário, mercado de capitais, arbitragem e outros temas: homenagem a Nelson Eizirik**. São Paulo: Quartier Latin, 2020. v. 3, p. 91-104. p. 97.

<sup>438</sup> TRINDADE, Marcelo. op. cit. p. 103.

<sup>439</sup> BEVILÁQUA, Clóvis. **Código Civil dos Estados Unidos do Brasil comentado**. 2. ed. São Paulo: Livraria Francisco Alves, 1921. v. 1. p. 406. Ainda sobre o ponto: “O efeito da confirmação consiste em tornar o negócio válido desde a sua formação” (GOMES, Orlando. **Introdução ao direito civil**. 7. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1983. p. 407); “Ratificação é a renúncia ao direito de promover a anulação do ato” (RODRIGUES, Silvio. **Direito civil**. 15. ed. São Paulo: Saraiva, 1985. v. 1. p. 292).

tende-se que o artigo 175 do Código Civil não impede a prática de *sandbagging*.

Giacomo Grezzana vislumbra uma “regra dispositiva *anti-sandbagging* vigente no direito brasileiro”, que decorreria da aplicação analógica dos artigos 441 e 457 do Código Civil. Na visão do autor, existiria “uma lacuna (...) no direito brasileiro dos contratos em geral, que não possui norma explícita sobre o tratamento a ser dado ao conhecimento prévio pelo adquirente dos defeitos do bem”. Por consequência, aqueles dispositivos integrariam “o conteúdo do contrato com a regra de que o alienante não responde pelos vícios e contingências conhecidas do adquirente no momento da conclusão do contrato”<sup>440</sup>. Não parece, todavia, ser possível falar em lacuna a ser colmatada. A “lacuna é uma incompletude insatisfatória, (...) uma *falta*, uma insuficiência *que não deveria ocorrer*”. “Segue-se que temos uma lacuna, num sistema de normas qualquer, se há um estado de coisas dado que não pode ser regulado pelo sistema, isto é, do qual não podemos dizer se pertence ou não ao sistema, ou mesmo se deve ou não pertencer a ele”<sup>441</sup>. Não é o que ocorre na situação em tela. Isso porque, como visto há pouco, o mecanismo em exame encerra uma alocação de riscos que depende de disposição contratual expressa, de modo que há norma específica aplicável ao caso, notadamente o inciso II artigo 421-A do Código Civil, que determina que “a alocação de riscos definida pelas partes deve ser respeitada e observada”. Ora, ao estipularem a obrigação de indenizar do vendedor sem qualquer condicionante relacionada ao eventual conhecimento do comprador sobre a falsidade das declarações e garantias, as partes decidem não empregar esse elemento (conhecimento do comprador) na delimitação da alocação de riscos. E o seu acordo deve ser respeitado, nos termos do artigo 421-A do Código Civil, sem qualquer necessidade de complementação por meio de analogia. A bem da verdade, a analogia aqui não serviria para preencher uma lacuna, mas sim para alterar “a alocação de riscos definida pelas partes”.

Giacomo Grezzana também defende que, “ao menos em operações de alienação de participação societária, a abordagem deveria ser *anti-sandbagging* por remissão aos usos do meio como método de integração contratual”. A seu ver, haveria “um uso consolidado no meio de fusões e aquisições brasileiro de subentender-se a regra em um contrato que é silente sobre a questão”, porque (i) a cláusula de *sandbagging* teria sido criada, nos Estados Unidos da América, “pensando mais” nos estados nos quais “a regra vigente é *anti-sandbagging*”; (ii) “a prática

---

<sup>440</sup> GREZZANA, Giacomo. Cláusula de irrelevância da ciência prévia do adquirente sobre contingências da sociedade-alvo em alienações de participação societária (cláusula de irrelevância da ciência prévia – “*sandbagging provisions*”). *Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários*, São Paulo, v. 11, p. 105-132, 2020. p. 112-113.

<sup>441</sup> FERRAZ JR., Tercio Sampaio. *Introdução ao estudo do direito: técnica, decisão, dominação*. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2011. p. 186-187.

de o alienante de ações/quotas divulgar as contingências previamente ao negócio” seria “comumente vista pelos atores das operações como uma forma de exonerar-se de responsabilidade”; e (iii) “a própria utilização das cláusulas *pró-sandbagging*” comprovaria “o *standard* negocial da necessidade de haver regulação contratual específica para o adquirente poder reclamar pelas contingências conhecidas”<sup>442</sup>. O autor não explica a origem de suas afirmações sobre supostas práticas de mercado e visões dos agentes envolvidos nas negociações de contratos de compra e venda de participações societárias. De todo modo, a sua tese gira em torno de dois eixos que não se confirmam na prática. De um lado, tem-se a ideia de que o vendedor teria a expectativa de exonerar-se de responsabilidade por meio da divulgação de fatos contrários às declarações e garantias na fase pré-contratual. No entanto, expectativas só merecem proteção quando legítimas<sup>443</sup>. E não parece razoável que o vendedor nutra a legítima expectativa de que não precisará indenizar o comprador por ter revelado “as contingências previamente ao negócio” se, depois, assina contrato dispondo em sentido contrário. Se quer exonerar-se de responsabilidade, basta inserir as suas divulgações no instrumento, excetuando as declarações e garantias (v. capítulo 2.2.2.1 acima). De outro lado, Giacomo Grezzana trata do suposto uso de cláusulas de *sandbagging* e das suas origens estadunidenses para afirmar que o mercado entenderia que, na ausência dessa disposição, a legislação levaria a resultado diverso (*anti-sandbagging*). Estudos empíricos elaborados nos Estados Unidos da América levam, porém, a conclusão diversa. Lá, autores examinaram contratos de compra e venda de participações societárias regidos pela legislação de diversos estados e averiguaram que, independentemente da regra padrão (se a favor ou contra o *sandbagging*), o mais comum é que os pactos sejam silentes sobre o assunto<sup>444</sup>. A

---

<sup>442</sup> GREZZANA, Giacomo. Cláusula de irrelevância da ciência prévia do adquirente sobre contingências da sociedade-alvo em alienações de participação societária (cláusula de irrelevância da ciência prévia – “*sandbagging provisions*”). **Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários**, São Paulo, v. 11, p. 105-132, 2020. p. 116-117.

<sup>443</sup> “Porém, é preciso atenção: a confiança ora referida é uma *fides* adjetivada, dita ‘legítima’ porque legitimada por uma ‘situação de confiança’ (derivada da lei, do negócio, dos usos ou do comportamento alheio). Essa ‘situação de confiança’ deve ter força suficiente para suscitar um ‘investimento de confiança’ e deve ser racionalmente apreensível, não restando encapsulada no que a mente humana pode produzir ou desejar. O que a boa-fé tutela, portanto, não é qualquer expectativa – já que seria absurdo pensar que ‘o simples acalentar de uma expectativa’ fosse bastante para fundar ‘uma vinculação à sua realização’. Tutela apenas a confiança investida em virtude de razões que, racionalmente controláveis (ou comprováveis, ou adequadas ao *id quod plerumque accidit*), foram objeto de ‘investimento de confiança’ pelo destinatário do ato ou comportamento ou omissão aptos a gerar essa confiança qualificada. Nesses casos, por força da boa-fé objetiva em sua conexão com as situações de confiança, há o nascimento de deveres tendentes a evitar nos parceiros negociais representações injustificadas bem como a prevenir danos ocasionáveis pela especial aproximação que os interessados mantiveram” (MARTINS-COSTA, Judith. **A boa-fé no direito privado**: critérios para a sua aplicação. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2018. p. 256).

<sup>444</sup> CHASE, Daniel L. M&A after *Eagle Force*: an economic analysis of sandbagging default rules. **California Law Review**, Berkeley, v. 108, n. 5, p. 1665-1681, 2020. p. 1665; MACBETH, Scott. That’s not the way we do it here: reconciling sandbagging provisions for multinational buyers. **International In-house Counsel Journal**, Cambridge, v. 11, n. 44, p. 1-6, 2018. p. 5; MIZIOLEK, Aleksandra; ANGELAKOS, Dimitrios. Sandbagging: from poker to the world of mergers and acquisitions. **Michigan Bar Journal**, Lansing, v. 92, n. 6, p. 30-34, 2013.

falta de disposição é reputada consequência do desconforto que circunda a negociação de cláusulas acerca desse tema (se o vendedor defende uma cláusula de *anti-sandbagging*, o comprador pode perder a confiança nas declarações e garantias, enquanto se o comprador solicita uma cláusula de *sandbagging*, o vendedor pode suspeitar de que o comprador tenha ciência de alguma falsidade nas declarações e garantias que o próprio vendedor desconhece)<sup>445</sup>.

Por fim, muitos referem-se genericamente à boa-fé objetiva para oporem-se à conduta de *sandbagging*<sup>446</sup>. Causa espécie a facilidade com que se invoca o princípio da boa-fé objetiva nesse sentido. Com efeito, não se pode esquecer que, por meio da construção em exame, as partes alocam riscos entre si, de comum acordo, e o vendedor assume, de livre e espontânea vontade, o dever de responder pelo risco de eventuais prejuízos decorrentes da falsidade das declarações e garantias. Se esse vendedor tem ciência da falsidade que inquina as declarações e garantias, não se vislumbra qualquer razão para se reputar atentatório à boa-fé objetiva o comportamento do comprador que simplesmente se vale do direito de indenização que lhe é garantido pelo contrato. Pelo contrário: quem não respeita a boa-fé objetiva é o vendedor que emite a declaração e garantia sabidamente falsa, promete indenização e depois quer voltar atrás<sup>447</sup>. Além disso, o *sandbagging* pode ser motivado por questões em nada relacionadas com uma suposta deslealdade do comprador. Por exemplo, quando as negociações estão avançadas ou, pior, o contrato já foi assinado, o retrocesso ou a reabertura das tratativas para discutir a informação que o comprador descobriu (e que o vendedor, salvo raras exceções, tinha meios

---

p. 31; PARTIGAN, John; LOWRY, Carolyn; HAN, Pierce. Key findings from 2017 survey of M&A indemnification deal terms. *Insights*, New York, v. 31, n. 12, p. 19-21, 2017. p. 21; e WHITEHEAD, Charles K. Sandbagging: default rules and acquisition agreements. *Delaware Journal of Corporate Law*, Wilmington, v. 36, n. 3, p. 1081-1115, 2011. p. 1086-1087.

<sup>445</sup> ADAMS, Kenneth A. *The structure of M&A contracts*. [S.l.]: Thomson Reuters, 2016. p. 91-92; PANHARD, Maxime. When contractual good faith meets a controversial M&A issue: the sandbagging practice in international arbitration. *International Lawyer*, Dallas, v. 51, n. 1, p. 69-86, 2018. Disponível em: <https://link.gale.com/apps/doc/A539036468/AONE?u=capex&sid=AONE&xid=f05325f1>. Acesso em: 14 Dez. 2020. p. 2; e SHADDEN, Stacey A. How to sandbag your opponent in the unsuspecting world of high stakes acquisitions. *Creighton Law Review*, Omaha, v. 47, n. 3, p. 459-475, 2014. p. 469-470.

<sup>446</sup> APFELBECK, Joaquín Recart. Sobre el conocimiento del comprador, antes de la firma del contrato o del cierre, de la falsedad de las declaraciones y garantías. *Revista Chilena de Derecho*, Santiago de Chile, v. 47, n. 2, p. 565-588, 2020. p. 575-576 (“la doctrina española también sostiene que la buena fe y la teoría de los actos propios impiden al receptor de declaraciones y garantías que sabe falsas, alegar luego su incumplimiento”); BORGES, Rodrigo Fialho; LEAL, Analy; NAQUIS, Manoela. *Sandbagging: a autonomia da vontade permite a criação de uma “carta na manga” contratual?*. 2022. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=4112650>. Acesso em: 10 out. 2022. p. 7-8; e PARGENDLER, Mariana; GOUVÊA, Carlos Portugal. As diferenças entre declarações e garantias e os efeitos do conhecimento. *In: \_\_\_\_\_; \_\_\_\_\_; LEVI-MINZI, Maurizio (org.). Fusões e aquisições: pareceres*. São Paulo: Almedina, 2022. p. 277-316. p. 303 e 316 (“mesmo que se admita a existência de uma garantia, (...) não haverá direito à indenização caso se demonstre que a Compradora tinha conhecimento das supostas violações antes do fechamento e se calou a respeito. A bem da verdade, tal conduta é implausível em um contexto negocial sério”; “a utilização da cláusula de sandbagging como ‘carta na manga’ atenta contra a boa-fé objetiva”).

<sup>447</sup> Afinal, a “boa fé no direito comercial (...) indica a retidão de comportamento no mercado, conforme os modelos ali esperados [*inclusive o respeito às normas, próprio do homem ativo e probo*]” (FORGIONI, Paula A. *Contratos empresariais: teoria geral e aplicação*. 7. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2022. p. 130).

para conhecer) pode frustrar o negócio ou afugentar financiadores<sup>448</sup>.

Por essas razões, entende-se que o direito brasileiro não impede, *in totum*, o expediente de *sandbagging*. Ao que tudo indica, a conduta deve ser repelida no caso concreto principalmente quando envolve dolo do comprador ou desaparecimento do risco (que, como visto acima, é elemento necessário da estrutura em tela). Na primeira hipótese, pensa-se no comprador que toma conhecimento, por meio da *due diligence*, de determinada situação da sociedade, sabe que o vendedor a desconhece e induz-lhe a aceitar subscrever declaração e garantia falsa para obter a indenização depois, agindo, portanto, com dolo. Na segunda situação, cogita-se do comprador que toma ciência, antes da assinatura do contrato, da falsidade de uma declaração e garantia e do eventual prejuízo que dela decorrerá, sendo que a concretização desse prejuízo depende apenas da sua vontade (v.g. se a declaração e garantia diz respeito à manutenção do maquinário da sociedade, o comprador descobre a falsidade e estima o valor da manutenção antes da assinatura do contrato e pode decidir realizá-la quando lhe aprouver). Nesse caso, desde a assinatura do contrato, não há risco a ser suportado pelo vendedor, não há incerteza. Também é possível que se averigüe, no caso concreto, que o comprador tinha o dever de informar o vendedor da falsidade – mas essa solução parece bastante excepcional, por ser quase sempre possível ao vendedor produzir as informações que reputar necessárias sobre a sociedade que, durante as negociações, ainda controla.

Sem embargo, deixe-se claro o entendimento de que, em regra, o *sandbagging* deve ser autorizado, por integrar o acordo das partes, que decidem condicionar expressamente a obrigação de indenizar do vendedor apenas à ocorrência de despesas para remediar situações incongruentes com as declarações e garantias, incumbindo-o de arcar com o risco desses eventuais

---

<sup>448</sup> CARRILLO, Pablo Enrique. Beware of Scylla and Charybdis: stock purchases of privately held companies and the remedies problem under Rule 10b-5 – what is the buyer to do?. **Tulane Law Review**, New Orleans, v. 72, n. 6, p. 2113-2137, 1998. p. 2129-2130 (“In addition, in the context of a negotiated acquisition of a privately held company, purely reasonable entrepreneurial concerns may dominate the Buyer’s decision to pursue closing, despite having knowledge of defects in the Seller’s representations: (1) the Buyer may be concerned with the implications that disclosing its knowledge or making legal claims at a nascent stage of the transaction might have on retaining financing; (2) from an investment perspective, the Buyer may have spent enough time, energy, and money in complying with its obligations under the agreement such that killing the deal might not be clearly desirable – particularly where it can only speculate on the extent of its damages that might be attributable to the breach or where the Seller has threatened to sue if the Buyer doesn’t close; (3) depending on the communications between the Buyer and Seller, the Buyer might conclude that it would not be unreasonable to rest on the Seller’s assurances that the Buyer’s appreciation of the misrepresentation is wrong; (4) from an operational perspective, the Buyer may need the Seller’s cooperation or need to rely on the Seller’s good faith after closing; or (5) depending on the timing of the discovery and the nature of the misrepresentation, the Buyer may be concerned about having its difficulty with an otherwise discrete issue unravel the entire deal”); SHADDEN, Stacey A. How to sandbag your opponent in the unsuspecting world of high stakes acquisitions. **Creighton Law Review**, Omaha, v. 47, n. 3, p. 459-475, 2014. p. 459-461; 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?. **The M&A Lawyer**, New York, v. 11, n. 1, p. 3-7, 2007. p. 3; e WHITEHEAD, Charles K. Sandbagging: default rules and acquisition agreements. **Delaware Journal of Corporate Law**, Wilmington, v. 36, n. 3, p. 1081-1115, 2011. p. 1088.

prejuízos. E, muitas vezes, o fato de o comprador descobrir que uma declaração e garantia é falsa antes da transferência das participações societárias não faz com que o risco deixe de existir. O normal é que ainda restem incertezas sobre a ocorrência e a dimensão dos danos, que costumam depender de terceiros. E, por meio da construção contratual ora analisada, esse risco é alocado ao vendedor<sup>449</sup>.

Tudo isso posto e antes de seguir-se adiante, lembra-se do quanto afirmado no capítulo 3.3.2.3 acima acerca da possibilidade de a cláusula de declarações e garantias, a despeito de ligada à cláusula de indenização, exercer apenas função probatória (substancialmente ligada à função informativa), e não função assecuratória-reparatória. A resolução definitiva da dúvida sempre depende da interpretação do contrato e das circunstâncias que o circundam<sup>450</sup>. Contudo, diante do quanto se expôs neste capítulo, mostra-se possível divisar alguns indícios em um e em outro sentido. Assim, entre outros:

(i) indicam o emprego da função probatória:

(i.1) a limitação das declarações e garantias a fatos que poderiam razoavelmente ser conhecidos pelo vendedor;

(i.2) a convergência entre as declarações e garantias e os resultados da *due diligence*, quando partilhados entre as partes;

(i.3) a utilização de cláusula de indenização mais simples, que mantenha os parâmetros legais de responsabilização do vendedor por violação à boa-fé objetiva e/ou dolo, restringindo-se a tratar do cálculo do valor da reparação; e

---

<sup>449</sup> “Se o comprador não teve intenção de fazer com que o vendedor prestasse uma declaração falsa com o único propósito de buscar uma indenização logo após o fechamento, ou se tal conhecimento não era totalmente claro, ou, ainda, se ambas as partes tinham conhecimento da falsidade e, ainda assim, entenderam que a melhor forma de resolver a questão seria pelos mecanismos de indenização previstos no contrato, não há porque cercear o direito do comprador de ser indenizado pelos danos sofridos, de forma que a cláusula pro sandbagging, ou até mesmo o silêncio do contrato sobre o assunto, terão como consequência a reparação civil” (KALANSKY, Daniel; SANCHEZ, Rafael Biondi. *Sandbagging clauses* nas operações de fusões e aquisições (M&A). In: BARBOSA, Henrique; BOTREL, Sérgio (coord.). **Novos temas de direito e corporate finance**. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 145-153. p. 152). “Escludere l’applicabilità delle garanzie prestate dal venditore in caso di piena conoscenza dell’acquirente (...) equivale a privare di ogni effetto la specifica ed esplicita contrattazione delle parti, che in tal modo non verrebbe minimamente presa in considerazione dall’interprete” (TINA, Andrea. **Il contratto di acquisizione di partecipazioni societarie**. Milano: Giuffrè, 2007. p. 339). “The purpose of a written acquisition agreement is to specifically allocate risk between the seller and the buyer. When a contract is negotiated between sophisticated parties and those risks have been thus contractually allocated, tort-based concepts should not be permitted to create uncertainty in either party’s rights or obligations. Both parties should be entitled to the benefit of the rights they bargained for in the agreement, and having bargained for those specific rights, neither party should thereafter be able to claim it was sandbagged” (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?. **The M&A Lawyer**, New York, v. 11, n. 1, p. 3-7, 2007. p. 7).

<sup>450</sup> “Também no direito português, a distinção entre uma ‘garantia’ e uma informação ou declaração que não ‘garante’ é, em primeira linha, um problema de interpretação da declaração de vontade” (PIRES, Catarina Monteiro. **Aquisição de empresas e de participações acionistas: problemas e litígios**. Coimbra: Almedina, 2019. p. 67).

(i.4) a utilização de mecanismos de alocação de riscos que não se ligam às declarações e garantias, como quando as partes adotam a sistemática de *my watch, your watch*, estipulando que qualquer despesa da sociedade que tenha origem em fato anterior ao fechamento será ressarcida pelo vendedor<sup>451</sup>, ou quando empregam a metodologia de “porteira fechada”, acordando que o vendedor não terá nenhuma responsabilidade por despesas da sociedade posteriores ao fechamento; e

(ii) apontam na direção da função assecuratória-reparatória:

(ii.1) a existência de declarações e garantias sobre fatos que não poderiam razoavelmente ser conhecidos pelo vendedor<sup>452</sup>;

(ii.2) a divergência entre as declarações e garantias e os resultados da *due diligence*, quando partilhados entre as partes;

(ii.3) a estipulação de cláusula de indenização detalhada, principalmente se contiver previsão do prazo pelo qual o vendedor assume o dever contratual de responder pelo risco; e

(ii.4) a existência de cláusula de *sandbagging*.

---

<sup>451</sup> 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.** 2022. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2022. p. 124-125.

<sup>452</sup> “What goes beyond seller’s knowledge and gives the basis for a claim irrespective of whether the seller knew or should have known of a given risk is – to the extent it goes beyond any possibility of verification by the seller – more of an insurance given by the seller to the buyer. It does not any longer have the function of overcoming asymmetry of information; it rather allocates to the seller a risk that neither the seller nor the buyer is aware of (...)” (JASTRZEBSKI, Jacek. Value creation in negotiations of contractual warranties and indemnifications. **European Company and Financial Law Review**, Berlin, v. 16, n. 3, p. 273-309, 2019. p. 294).

## 6. CONTRAPOSIÇÃO: A REFUTAÇÃO DE OUTRAS CONCEPÇÕES DE VALORES PRECEPTIVOS DA CLÁUSULA DE DECLARAÇÕES E GARANTIAS

Abordados, no capítulo anterior, os dois possíveis valores preceptivos da cláusula de declarações e garantias e sua relevância quando alheia ao regulamento contratual, cumpre, antes de encerrar a presente exposição, enfrentar três teses construídas pela doutrina nacional e estrangeira acerca da questão, com as quais não se concorda.

### 6.1. Indicação das qualidades da coisa para fins de aplicação da disciplina dos vícios redibitórios e da evicção

“A coisa recebida em virtude de contrato comutativo pode ser enjeitada por vícios ou defeitos ocultos, que a tornem imprópria ao uso a que é destinada, ou lhe diminuam o valor”, sendo permitido ao “adquirente”, em “vez de rejeitar a coisa, redibindo o contrato”, “reclamar abatimento no preço” (artigos 441 e 442 do Código Civil). Além disso, nos “contratos onerosos, o alienante responde pela evicção” (artigo 447 do Código Civil), que se dá “quando o adquirente vem a perder a propriedade ou posse da coisa em virtude de sentença judicial que reconhece a outrem direito anterior sobre ela”<sup>453</sup>.

Contratos de compra e venda de participações societárias de controle são comutativos e onerosos. Logo, estão sujeitos à aplicação dessas regras, de modo que o comprador pode reclamar abatimento no preço ou enjeitar as participações societárias se nelas constata a existência de “vícios ou defeitos ocultos, que a[s] tornem imprópria[s] ao uso a que [são] destinadas, ou lhe[s] diminuam o valor”, e o vendedor “responde pela [sua] evicção”<sup>454</sup>.

Fábio Konder Comparato vai além, sustentando “que a cessão de controle” também é “resolúvel pela existência de vício redibitório” “[n]os bens e [n]as coisas constituintes do acervo empresarial”, bem como tendo “por aplicável, aos negócios de cessão de controle, a responsabilidade do cedente pela evicção dos bens sociais, mormente se se trata de bens essenciais à exploração da atividade empresarial”. Isso porque, na visão do autor, “o que se transfere” com

---

<sup>453</sup> GOMES, Orlando. **Contratos**. 11. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1986. p. 105.

<sup>454</sup> Segundo Gabriel Saad Kik Buschinelli, tem especial relevância nesse ponto “os direitos de preferência e as restrições à circulação de quotas ou ações previstos em instrumento societários”, pois “[e]m tais circunstâncias, o comprador pode vir a perder o direito de titularidade sobre as participações societárias, hipótese em que haverá responsabilidade do alienante” (BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. **Compra e venda de participações societárias de controle**. São Paulo: Quartier Latin, 2018.p. 405-406).

“o negócio de cessão de controle” “não é apenas a propriedade sobre os títulos acionários, mas, precipuamente, o poder de fruição e disposição dos bens da empresa, explorada pela companhia emitente das ações”<sup>455</sup>.

Tendo em vista os posicionamentos assumidos nos capítulos 3.2.2 e 5.1.1.2 acima sobre o objeto do contrato de compra e venda de participações societárias de controle e suas qualidades, a linha de argumentação trazida por Fábio Konder Comparato deve ser obrigatoriamente afastada. Se a “coisa recebida” pelo comprador é apenas o conjunto de participações societárias, um vício do patrimônio social ou da empresa explorada pela sociedade não é defeito da coisa e não atrai a incidência dos artigos 441 e 442 do Código Civil. Da mesma forma, a evicção dos bens sociais não é evicção das próprias participações societárias.

Em sua tese de doutoramento, Calixto Salomão Filho pronunciou-se nesse sentido, declarando que permitir “a aplicação das regras da compra-e-venda diretamente aos bens e direitos componentes do ativo da empresa, implicaria admitir a consideração dos bens como coisa própria do controlador, ou seja, identificar controle e direito de propriedade, o que não é admissível”<sup>456</sup>. Mais recentemente, no entanto, o autor mudou de opinião, construindo raciocínio com-

---

<sup>455</sup> COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O poder de controle na sociedade anônima**. 6. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014. p. 254-255. Na mesma linha: “Já se viu, contudo, que a empresa pode e deve ser considerada como verdadeiro objeto nos negócios de alienação de controle (...). E essa constatação é de molde que amplie até um nível satisfatório a proteção a ser dada ao contratante adquirente quanto aos vícios redibitórios e à evicção” (PEREIRA, Guilherme Döring Cunha. **Alienação de poder de controle acionário**. São Paulo: Saraiva, 1995. p. 96). Em dicção ainda mais extensa: “Diante disso, se conclui que a empresa – ou seja, o fluxo de caixa líquido proporcionado pelo giro de seus negócios – deve ser considerada como o verdadeiro objeto dos negócios de alienação de controle. Justamente para elevar a proteção do adquirente a um nível satisfatório contra vícios redibitórios é necessário que este tenha acesso de forma ampla e irrestrita a todos os valores que determinam o valor de uma empresa, tais como seus ativos, passivos, fluxo de caixa, contratos, situação fiscal, trabalhista, etc.” (LIMA, Francisco Rohan de. Operação de M&A – aquisição de controle – passivos supervenientes e teoria da vontade contratual. *In*: CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de; AZEVEDO, Luis André; HENRIQUES, Marcus de Freitas (coord.). **Direito societário, mercado de capitais, arbitragem e outros temas: homenagem a Nelson Eizirik**. São Paulo: Quartier Latin, 2020. v. 3, p. 23-65. p. 41). Posicionamento análogo ao de Fábio Konder Comparato prevalece em Portugal, onde o regime da compra e venda de coisa onerada ou defeituosa articula-se com o regramento dos vícios de consentimento, v.: ANTUNES, José Engrácia. A empresa como objecto de negócios: “asset deals” versus “share deals”. **Revista da Ordem dos Advogados**, Lisboa, ano 68, v. 2/3, p. 715-793, 2008. p. 776-779 e 781; FERREIRA, Bernardo Maria Figueiredo Rocha. **Garantia do vendedor na compra e venda de empresas**. 2016. Dissertação (Mestrado em Direito Empresarial) – Faculdade de Direito, Escola de Lisboa, Universidade Católica Portuguesa, Lisboa, 2016. p. 43; FONSECA, Patrícia Afonso. A negociação de participações de controlo: a jurisprudência. *In*: VASCONCELOS, Pedro Pais de; ABREU, Jorge Manuel Coutinho de; DUARTE, Rui Pinto (org.). **I Congresso Direito das Sociedades em Revista**. Coimbra: Almedina, 2011. p. 27-40. p. 33-35; GOMES, José Ferreira. **M&A: aquisição de empresas e de participações sociais**. Lisboa: AAFDL, 2022. p. 483-485; GALVÃO, Clemente. Conteúdo e incumprimento do contrato de compra e venda de participações sociais. **Revista da Ordem dos Advogados**, Lisboa, ano 70, v. 1-4, 2010. Disponível em: <https://portal.oa.pt/publicacoes/revista/>. Acesso em: 26 nov. 2020. p. 2-4; LOUREIRO, Catarina Tavares; FERREIRA, Manuel Cordeiro. As cláusulas de declarações e garantias no direito português: reflexões a propósito do acórdão do Supremo Tribunal de Justiça de 1 de março de 2016. **Actualidad Jurídica Uría Menéndez**, Madrid, n. 44, p. 15-30, 2016. p. 26-27; e PIRES, Catarina Monteiro. **Aquisição de empresas e de participações acionistas: problemas e litígios**. Coimbra: Almedina, 2019. p. 101 e 115-130.

<sup>456</sup> Porém, já nessa obra o autor faz a ressalva de que bens “fundamentais ao funcionamento da empresa” devem ter tratamento diferenciado, bem como admite a aplicação da disciplina dos vícios redibitórios no caso de defeitos

plexo para justificar a utilização da disciplina dos vícios redibitórios no caso de “defeitos supervenientes e passivos descobertos após a alienação de controle”. O seu novo juízo funda-se na conjugação dos seguintes fatores: (i) a tendência de concentração empresarial; (ii) a especialização e a “sofisticação técnica das análises quando da aquisição de empresas” (refletidas na condução de *due diligence* somada ao emprego de cláusula de declarações e garantias), que vêm “fazendo com que cada vez mais todos os bens relevantes do estabelecimento comercial venham a ser considerados no contrato e seus estados de funcionamento e qualidade incluídos nos referidos contratos como elementos essenciais de transferência”; (iii) o içamento das cláusulas de declarações e garantias e das auditorias ao patamar de praxe comercial, pelo que “têm sido (...) os costumes comerciais em matérias de alienação de controle a reforçar a imanência entre alienação de controle e transferência dos ativos e passivos relevantes para o funcionamento do estabelecimento”; (iv) a circunstância de a disciplina dos vícios redibitórios ser “a única geral e abrangente a tutelar todo tipo de negócio jurídico”, além de ser adequada à situação concreta, devido aos seus “prazos exíguos e regras restritas de decadência”; e (v) o fato de que, “[a]fastadas as regras dos vícios redibitórios, inexistiria disciplina aplicável” à hipótese e, por consequência, seria necessário recorrer às mesmas regras, por analogia. Em outras palavras, Calixto Salomão Filho hoje entende que os contratantes, ao repetidamente cumularem auditorias extensas com declarações e garantias detalhadas, estariam expressando sua “crença de que bens e direitos da organização empresarial devem ser especificamente incluídos como objeto da transferência”. E essa realidade deveria ser respeitada pelo intérprete, por meio da responsabilização do vendedor por vícios ocultos da sociedade ou da empresa, pois essa seria a única ferramenta disponível. O autor completa o discurso apontando para o “objetivo da aquisição do controle” como forma de identificar os vícios capazes de autorizar a redibição (em oposição àqueles que apenas permitiriam o abatimento do preço)<sup>457</sup>.

Entende-se que também esse caminho não justifica a aplicação da disciplina dos vícios redibitórios às situações em que o patrimônio social ou a organização empresarial padecem de “defeitos”, por três principais razões.

Em primeiro lugar, porque a praxe comercial não parece ser apta a gerar o efeito proposto por Calixto Salomão Filho. É verdade que, se as partes seguem o padrão de mercado –

---

“essenciais que impeçam o funcionamento da organização”, i.e., defeitos nos “componentes imateriais do fundo de comércio” (SALOMÃO FILHO, Calixto. **A sociedade unipessoal**. São Paulo: Malheiros, 1995. p. 81-82).

<sup>457</sup> COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O poder de controle na sociedade anônima**. 6. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014. p. 237-246. Corroborando a linha de Calixto Salomão Filho: AMARAL, José Pedro Pacheco do. **Responsabilidade do cedente de quotas pelo passivo oculto da sociedade limitada**. 2017. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2017. p. 89-92.

i.e., aliam a cláusula de declarações e garantias com a cláusula de indenização –, o comprador das participações societárias resguarda-se do risco de sofrer prejuízos em decorrência daqueles eventuais “defeitos” da sociedade ou da empresa (como visto no capítulo 5.3 acima). Mas, ausentes referidas disposições contratuais, o mero fato de sua utilização ser usual em outros pactos não é suficiente para elevar os “bens e direitos da organização empresarial” ao nível de “objeto da transferência”.

Em segundo lugar, porque o comprador dispõe de alternativas legais para proteger-se, podendo anular o contrato por dolo essencial ou obter indenização em decorrência de dolo acesorio (v. capítulo 5.1.1.3 acima) ou de descumprimento do princípio da boa-fé objetiva (v. capítulo 5.1.1.1 acima)<sup>458</sup>.

Em terceiro lugar, porque, mesmo após realizar toda a construção relatada há pouco, Calixto Salomão Filho ainda é obrigado a recorrer ao “objetivo” da contratação para diferenciar os vícios autorizadores da redibição daqueles capazes de fundamentar apenas uma ação *quantum minoris*. O autor parece referir-se à causa concreta do negócio jurídico quando emprega o termo “objetivo”<sup>459</sup>, mas é possível que o contrato não reflita o fim particular comumente contemplado pelas partes com a operação, hipótese na qual a solução não poderia ser aplicada. Caso pense-se nos motivos como “objetivo”, não parece correto lhes atribuir força jurídica se não são declarados no contrato. E, se o são, a sua falsidade autoriza a anulação da avença (artigo 140 do Código Civil), tornando desnecessário seguir a trilha proposta por Calixto Salomão Filho.

Portanto, não se vislumbra embasamento jurídico para fazer incidir a disciplina dos vícios redibitórios na hipótese de “vícios ou defeitos ocultos” da sociedade ou da empresa. Pelo contrário, tudo indica que o regramento dos vícios redibitórios, assim como o da evicção, somente tem aplicação no âmbito dos contratos de compra e venda de participações societárias de controle no que diz respeito à perda ou à deficiência das próprias participações societárias.

---

<sup>458</sup> Nesse ponto, cabem, no âmbito do direito brasileiro, as ponderações feitas por Didier Danet no cenário do direito francês: “En fait, la protection légale du cessionnaire n’est pas insuffisante dans l’absolu; elle ne l’est qu’au regard d’un besoin de sécurité dont on peut se demander si, poussé à son degré actuel, il n’est pas incompatible avec le principe même du risque d’entreprise. C’est la cession des droits sociaux qui, au même titre que la rédaction des statuts, définit l’horizon de l’activité future. C’est dans cette perspective qu’il convient de porter un jugement sur les deux équilibres possibles entre cédant et cessionnaire” (DANET, Didier. *Cession de droits sociaux: information préalable ou garantie des vices?*. **Revue Trimestrielle de Droit Commercial et de Droit Économique**, Paris, v. 45, n. 2, p. 315-349, 1992. p. 346).

<sup>459</sup> “Os vícios que não tornam a coisa imprópria ao uso mas só lhe diminuem o valor não podem dar direito à devolução mas apenas à redução do preço. Em matéria de alienação de controle, a distinção entre um e outro depende fundamentalmente do objetivo da aquisição do controle. Caso o objetivo de aquisição seja primordialmente o controle da organização empresarial, evidentemente vícios que tornam a coisa imprópria à sua destinação são aqueles que afetam a própria organização empresarial, tornando-a incapaz de exercer convenientemente sua atividade econômica. Na hipótese do objetivo final da aquisição de controle ser bem material ou imaterial da sociedade (...) o defeito essencial será sempre referido a esse bem” (COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O poder de controle na sociedade anônima**. 6. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014. p. 243).

Essa posição também é defendida por Gabriel Saad Kik Buschinelli, para quem empregar as normas dos vícios redibitórios na hipótese de defeitos do patrimônio social significaria (i) ignorar o regime jurídico escolhido pelas partes; (ii) tornar o vendedor responsável pela constituição do patrimônio societário mesmo na ausência de negociação sobre o tema e sem sequer haver uma “qualidade padrão (...) que possa ser adequadamente tomada como referencial pelas partes e pela qual o vendedor deveria responder”; (iii) responsabilizar o vendedor objetivamente por fatos que, nos termos da legislação societária, poderia desconhecer; (iv) atrair prazos decadenciais incompatíveis com a ideia de uma garantia de todo o patrimônio societário; e (v) assumir posição contraditória, na qual “se defender[ia] que a compra e venda de participações societárias deve ser respeitada enquanto tal para diversos fins jurídicos, mas não pelo comprador, justamente aquele que tem condições de negociar as condições pelas quais deseja adquirir as participações societárias”<sup>460</sup>.

Subscreve-se integralmente essa argumentação, destacando-se a relevância dos pontos (ii) e (v) listados acima.

Se, por força da interposição da personalidade jurídica, o controlador não é proprietário do patrimônio societário nem responde perante terceiros por sua qualidade (desde que atue dentro dos limites legais), por que deveria adquirir essa responsabilidade no momento da transferência das participações societárias? Com efeito, não há alicerce para esse “surgimento” de responsabilidade<sup>461</sup>, ainda mais na ausência de negociação das partes e de parâmetros objetivos de aplicação. Essa espécie de respeito seletivo da personalidade jurídica (adaptando a feliz expressão de Gabriel Saad Kik Buschinelli) certamente geraria grande insegurança jurídica, além de beneficiar apenas o comprador das participações societárias, em detrimento de diversos terceiros afetados por esse tipo de transação.

Por essas razões, entende-se que, nos contratos de compra e venda de participações societárias de controle, as disciplinas dos vícios redibitórios e da evicção aplicam-se apenas e tão somente com relação à perda e às deficiências das participações societárias. O patrimônio social e a empresa não são o objeto da compra e venda (ou a “coisa” cujo domínio o vendedor transfere ao comprador) nem qualidades desse objeto, de forma que a sua perda e os seus defeitos não se enquadram no quanto previsto nos artigos 441, 442 e 447 do Código Civil<sup>462</sup>.

---

<sup>460</sup> BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. **Compra e venda de participações societárias de controle**. São Paulo: Quartier Latin, 2018. p. 401-405.

<sup>461</sup> Reconhecido mesmo por aqueles que defendem posição contrária: “o cedente assume, com o negócio, uma responsabilidade que nunca teve: a responsabilidade pelo ativo e passivo da companhia” (COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O poder de controle na sociedade anônima**. 6. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014. p. 247).

<sup>462</sup> Também adotam esse entendimento: DUTRA, Rafael d’Avila; ROSSINI, Flávio Augusto Carvalho da Fonseca.

Nada obstante, há quem cogite, por duas vias diferentes, a possibilidade de a cláusula de declarações e garantias indicar qualidades das participações societárias para fins de aplicação das normas relacionadas àqueles dois institutos.

De um lado, tem-se, novamente, Calixto Salomão Filho. De forma coerente com o seu posicionamento reportado acima, o autor afirma que as declarações e garantias “nada mais são do que qualidades prometidas do objeto (organização empresarial). Nesse sentido, são elas base para responsabilização por vício do objeto”<sup>463</sup>. Essa tese resta afastada por tudo o quanto ex-

---

Passivos ocultos em contratos de compra e venda de ações. **Revista do Advogado**, São Paulo, n. 116, p. 151-160, 2012. p. 154. A linha é bastante aceita na Itália e na França (salvo se o vício for suficiente para impedir a perseguição do objeto social; nesse caso, entende-se que o comprador será privado de exercer os direitos de voto que deveriam derivar da participação societária), além de ecoar na Espanha, cf.: BEVIÁ, Vicente Gimeno. **Las condiciones en el contrato de compraventa de empresa**. Cizur Menor: Aranzadi, 2016. p. 359; CAFFIN-MOI, Marie. **Cession de droits sociaux et droit des contrats**. Paris: Economica, 2009. p. 217-220 e 222-226; DANET, Didier. *Cession de droits sociaux: information préalable ou garantie des vices?*. **Revue Trimestrielle de Droit Commercial et de Droit Économique**, Paris, v. 45, n. 2, p. 315-349, 1992. p. 342-343; DEGL’INNOCENTI, Francesca. Nota a Corte d’Appello di Milano, 28 gennaio 2009, su “cessione di quote societarie e garanzie per vizi”. **Il Foro Padano**, Roma, v. 65, n. 2, p. 348-363, 2009. p. 349; HONTEBEYRIE, Antoine; ROBINE, David. *Les recours ouverts par la loi au cessionnaire déçu*. **Journal des Sociétés**, Paris, n. 60, p. 42-46, 2008. p. 44-46; IORIO, Giovanni. *Vendita di partecipazioni sociali: garanzie contrattuali e termine di prescrizione*. **Giurisprudenza Italiana**, [S.l.], giugno/2014, p. 2408-2414, 2014. p. 2409; PAILLUSSEAU, Jean. *La cession de contrôle et la situation financière de la société cédée (de la nature juridique du contrôle et de la cession de contrôle)*. **La Semaine Juridique – Édition Générale**, Paris, n. 16/1992, étude 3578, 1992. Disponível em: <https://lexis360.fr>. Acesso em: 15 dez. 2020. p. 24-25; PAILLUSSEAU, Jean et al. **La cession d’entreprise**. 3<sup>ème</sup> ed. Paris: Dalloz, 1993. p. 423-425; RIBES, Miguel Gimeno. **La protección del comprador en la adquisición de empresa: estudio comparado de los ordenamientos español y alemán**. Granada: Comares, 2013. p. 80-81; SALATINO, Gregorio. “Patto di garanzia” nel contratto di acquisizione (“*Sale Purchase Agreement*”). **Giurisprudenza Commerciale**, Milano, v. 42, n. 5, p. 891-918, 2015. p. 893; e TINA, Andrea. **Il contratto di acquisizione di partecipazioni societarie**. Milano: Giuffrè, 2007. p. 205-209. Voltando ao Brasil, vale mencionar a posição de Giacomo Grezzana, que, apesar de aderir substancialmente ao posicionamento esposado no texto, admite que, “em determinadas situações excepcionais os vícios dos bens ou atividades sociais podem afetar a própria participação societária”, dando o seguinte exemplo: “se há acordo entre as partes no sentido de que a participação se volta à finalidade de participar de uma atividade empresarial lucrativa (...), mas depois se descobre que a sociedade recém se desfizera de todos os seus bens” (GREZZANA, Giacomo. **A cláusula de declarações e garantias em alienação de participação societária**. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 385-386). A situação descrita pelo autor parece ser de dolo omissivo do vendedor, que, sabendo das expectativas do comprador, ter-lhe-ia ocultado a venda dos bens sociais. Da qualquer forma, pode-se aceitar, ao menos em tese, a possibilidade de aplicação da disciplina dos vícios redibitórios quando houver tamanhos defeitos na sociedade que, ao fim e ao cabo, restem prejudicados os próprios direitos decorrentes das participações societárias.

<sup>463</sup> COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O poder de controle na sociedade anônima**. 6. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014. p. 245-246. Em sentido semelhante, Guilherme Döring Cunha Pereira sustenta que a presença de cláusula de declarações e garantias no contrato de compra e venda de participações societárias de controle permite verificar, “com mais facilidade”, a “existência (...) de vícios redibitórios” (PEREIRA, Guilherme Döring Cunha. **Alienação de poder de controle acionário**. São Paulo: Saraiva, 1995. p. 105). Expõem entendimento análogo: LUIZE, Marcelo Shima. *Cláusulas de indenização e resolução contratual em operações de fusão e aquisição: necessidade ou mera reprodução do modelo anglo-saxão?*. In: KLEINDIENST, Ana Cristina (coord.). **Estudos aplicados de direito empresarial: societário**. São Paulo: Almedina, 2016. p. 143-190. p. 178 (“Ao utilizar a expressão coisa (*res*), o art. 441 do Código Civil transmite a ideia de que o instituto dos vícios redibitórios se baseia na garantia ao adquirente de bens móveis e imóveis, nas obrigações de dar coisa certa. Como visto, em operações de F&A, a individualização da coisa objeto do Contrato de Aquisição é feita pelo uso das declarações enunciativas”); 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. p. 124-126 (“nada impede que as partes estabeleçam declarações e garantias como técnica para destinar as ações (...) a determinado fim, abrangendo o patrimônio subjacente da companhia. Conferida essa destinação, em caso de desconformidade, o comprador pode

posto alhures sobre o objeto do negócio jurídico em análise (no presente capítulo e no capítulo 3.2.2 acima).

De outro lado, tem-se a jurisprudência italiana, que, a despeito de situar apenas as participações societárias como objeto do contrato<sup>464</sup>, costuma considerar as declarações e garantias promessas de qualidades específicas desse objeto<sup>465-466</sup>. A construção das cortes é fortemente contestada pela doutrina local, por sua incoerência com o consolidado entendimento de que a situação do patrimônio social não é qualidade das participações societárias de controle. Nesse sentido, Andrea Tina sustenta que a autonomia da vontade não permite que as partes alterem a qualificação jurídica das participações societárias, transformando em suas qualidades aquilo que não o é. Na sua visão, seria necessário respeitar o princípio de coerência lógica e jurídica, que imporia manter a separação entre participações societárias e patrimônio social, bem vinculada no campo do objeto da compra e venda, também na presença de declarações e garantias<sup>467</sup>.

---

recorrer à proteção contra vícios redibitórios”); e TRINDADE, Marcelo. *Sandbagging* e as falsas declarações em alienações empresariais. In: CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de; AZEVEDO, Luis André; HENRIQUES, Marcus de Freitas (coord.). **Direito societário, mercado de capitais, arbitragem e outros temas**: homenagem a Nelson Eizirik. São Paulo: Quartier Latin, 2020. v. 3, p. 91-104. p. 92 (“a falsidade da declaração pode dar azo à anulação do negócio, (...) à sua redibição, caso se trate de vício oculto; ou mesmo, a depender da ação de um terceiro, à evicção”).

<sup>464</sup> V. nota de rodapé nº 156 acima.

<sup>465</sup> Cf., entre outros: TINA, Andrea. **Il contratto di acquisizione di partecipazioni societarie**. Milano: Giuffrè, 2007. p. 172-174, 205 e 297. Há decisões nesse sentido também na Espanha, cf.: SALDAÑA, Marian Gili. *Compraventa de acciones: causa del contrato y remedios frente al incumplimiento de las manifestaciones y garantías*. **InDret**, Barcelona, n. 2/2010, 2010. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=1639000>. Acesso em 26 Jun. 2019. p. 8. Corroborando o entendimento jurisprudencial espanhol: AGUAYO, Juan. **Las manifestaciones y garantías en el derecho de contratos español**. Pamplona: Editorial Aranzadi, 2011. *E-book*. cap. 9, item 2.3.

<sup>466</sup> As qualidades prometidas do objeto vendido são disciplinadas na Itália pelo art. 1497 do *Codice Civile*, nos seguintes termos: “Quando la cosa venduta non ha le qualità promesse ovvero quelle essenziali per l’uso a cui è destinata, il compratore ha diritto di ottenere la risoluzione del contratto secondo le disposizioni generali sulla risoluzione per inadempimento, perché il difetto di qualità ecceda i limiti di tolleranza stabiliti dagli usi”.

<sup>467</sup> “Dall’altro lato, non è possibile ritenere che le parti siano in grado, nell’ambito della autonomia contrattuale in cui operano, di mutare la qualificazione giuridica delle azioni. In nessun modo le circostanze afferenti il patrimonio sociale possono elevarsi a qualità dei titoli azionari, nemmeno quando siano state espressamente oggetto di apposite clausole: sono circostanze che non possono essere giuridicamente considerate qualità delle azioni, non diventano tali solo perché promesse dal venditore. Il rigoroso rispetto di principi di coerenza logica e giuridica richiede che la netta distinzione giurisprudenziale tra oggetto della compravendita (le partecipazioni) e beni sociali sia necessariamente tenuta ferma anche quando venga in considerazione una espresa promessa negoziale di garanzia, che conferisce rilievo giuridico al patrimonio sociale, non come qualità delle partecipazioni, ma come oggetto di una specifica obbligazione del venditore” (TINA, Andrea. op. cit. p. 300-301). No mesmo sentido: AMBROSINI, Stefano. *Trasferimento di partecipazioni azionarie, clausole di indemnity e contratto per persona da nominare*. **Contratto e Impresa**, Padova, v. 12, n. 3, p. 898-920, 1996. p. 906 (“Non si vede infatti come si possa negare che oggetto della vendita sia il patrimonio sociale e contemporaneamente ravvisare nelle sopravvenienze passive (che non riguardano le azioni, ma, appunto, il patrimonio) una mancanza di qualità promesse della cosa venduta”); BIANCHI, Maria Teresa. *Clausole particolari nel trasferimento di pacchetti azionari di riferimento*. **Il Diritto Fallimentare e delle Società Commerciali**, Padova, v. 68, n. 3, p. 370-402, 1993. p. 389 (“le garanzie relative ai beni o alle attività della società emittente non possono configurarsi come qualità promesse delle azioni compravendute, che, invece, costituiscono un bene diverso”); CANÉ, Daniele. *Cessione di partecipazioni e clausole di garanzia*: brevi note a margine della sentenza della Corte di Cassazione n. 17948/2012. **Rivista Trimestrale di Diritto Tributario**, Torino, n. 3/2013, p. 669-694, 2013. p. 679-680; D’ALESSANDRO, Carlo. **Compravendita di partecipazioni sociali e tutela dell’acquirente**. Milano: Giuffrè, 2003. p. 154 (“la norma richiamata, come vede chiunque la legga attentamente, non attribuisce affatto alle parti la possibilità di consegnare all’oggetto del

A crítica do autor pode ser aplicada sem reparos à situação brasileira: se o objeto do contrato de compra e venda é o conjunto de participações societárias de controle e as qualidades das participações societárias ligam-se apenas aos direitos e deveres do sócio, e não à situação da sociedade (v., mais uma vez, capítulos 3.2.2 e 5.1.1.2 acima), não é possível qualificar as declarações e garantias como promessas de qualidade do bem vendido e, por consequência, não há que se falar em aplicação da disciplina dos vícios redibitórios (ou da evicção) no caso da sua falsidade<sup>468</sup>.

Em outras palavras, a cláusula de declarações e garantias não exprime o valor preceptivo de indicação das qualidades das participações societárias para fins da aplicação da disciplina dos vícios redibitórios e da evicção<sup>469</sup>.

## 6.2. Conformação da obrigação de dar

Vincou-se, ao longo deste trabalho, que a coisa cujo domínio o vendedor obriga-se a transferir ao comprador nos contratos de compra e venda de participações societárias de controle é o próprio conjunto de participações societárias. A despeito de concordar com essa premissa, Giacomo Grezzana defende que as declarações e garantias podem “especificar as qualidades da participação societária”, conformando a obrigação de dar do vendedor, “que passa a ser (...) entregar a participação societária dotada de certas qualidades”. Por consequência, a

---

negozio qualità che esso già non abbia sul piano – se così si può dire – pregiuridico o precontrattuale”); EREDE, Sergio. I contenuti tipici dei contratti di compravendita internazionale di partecipazioni societarie: *representations, indemnities, legal opinions*. In: DRAETTA, Ugo (coord.). **Compravendite internazionali di partecipazioni societarie**. Milano: EGEA, 1990. p. 55-63. p. 61; e SALATINO, Gregorio. “Patto di garanzia” nel contratto di acquisizione (“*Sale Purchase Agreement*”). **Giurisprudenza Commerciale**, Milano, v. 42, n. 5, p. 891-918, 2015. p. 901-903 (“non si reputa comunque condivisibile l’affermazione secondo la quale le parti, nella loro autonomia negoziale, possano spingersi, mediante la previsione del patto di garanzia, fino ad attribuire alla partecipazione delle qualità che ad essa non sono proprie”).

<sup>468</sup> Seria mesmo “contraditório querer adquirir um bem específico e, ao mesmo tempo, querer adquirir um bem que tem propriedades que não se encontram nesse bem específico” (CÂMARA, Paulo; BASTOS, Miguel Brito. O direito da aquisição de empresas: uma introdução. In: CÂMARA, Paulo (coord.). **Aquisição de empresas**. Coimbra: Coimbra Editora, 2011. p. 13-64. p. 60).

<sup>469</sup> Atingem conclusão semelhante: GREZZANA, Giacomo. **A cláusula de declarações e garantias em alienação de participação societária**. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 389 (“a cláusula de declarações e garantias não deve jamais ser subsumida no regime dos vícios redibitórios”); e MENDES-MEDEIROS, Mariana. **Cláusulas de declarações e garantias: nos contratos internacionais de aquisição de empresas ou ativos**. 2006. Dissertação (Mestrado em Direito Internacional) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2006. p. 175 (“Se à primeira vista é possível identificar semelhanças entre a função das declarações e garantias com a dos vícios redibitórios, a análise mais cuidadosa mostra que elas não se confundem. A primeira trata-se de estipulação contratual de garantia e a segunda é proteção legal, com características próprias”). Giacomo Grezzana ressalva, contudo, que “é dado às partes utilizar as declarações e garantias apenas para modificar ou reforçar a tutela legal contra vícios de direito” (GREZZANA, Giacomo. op. cit. p. 390). Considerando que o artigo 448 do Código Civil autoriza as partes a, “por cláusula expressa, reforçar, diminuir ou excluir a responsabilidade pela evicção”, de fato não se pode negar essa possibilidade. Mas, para implementá-la, o contrato precisaria fugir bastante do modelo usual, analisado neste trabalho.

“entrega da participação societária desprovida das qualidades prometidas nas declarações e garantias qualifica inadimplemento” e autoriza a aplicação dos “remédios clássicos” correspondentes: “cumprimento específico, indenização e resolução do contrato”. Para atingir esse resultado, as partes “elev[a]m os motivos a elementos do próprio negócio jurídico” e, “[c]om isso, as características do patrimônio e atividades da sociedade-alvo passam a integrar a própria prestação”. Em outras palavras, definem “o conteúdo da obrigação do alienante, como deve prestar, sob quais condições considera-se bom o adimplemento da obrigação”. Segundo o autor, essa estrutura seria adotada em “negócios entre empresas de pequeno porte”, nos quais, muitas vezes, não haveria previsão das consequências da falsidade das declarações e garantias<sup>470</sup>.

---

<sup>470</sup> GREZZANA, Giacomo. **A cláusula de declarações e garantias em alienação de participação societária**. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 215-216, 223 e 225. Seguindo linha semelhante, Arnaldo Wald entende que “tais disposições, uma vez inseridas no contrato, fazem parte do conjunto indissociável de direitos e obrigações que compõem o negócio jurídico celebrado entre as partes, e cujo inadimplemento deve ser por elas assegurado. A violação de qualquer delas gera, portanto, no direito brasileiro, as mesmas consequências resultantes do inadimplemento das demais cláusulas contratuais” (WALD, Arnaldo. Dolo acidental do vendedor e violação das garantias prestadas. **Revista dos Tribunais**, São Paulo, v. 949, p. 95-103, 2014. p. 101). Também Deborah Pereira Pinto dos Santos e Marília Lopes afirmam que “a transferência da participação societária de controle sem que se verifique, na sociedade-alvo da operação ou nos títulos alienados, a presença das qualidades que foram prometidas nas declarações e garantias configura descumprimento da prestação tal como estabelecida no contrato, gerando o dever de indenizar do vendedor” (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. **Revista Brasileira de Direito Civil**, Belo Horizonte, v. 24, n. 2, p. 241-260, 2020. p. 249-250). Por sua vez, Mariana Mendes-Medeiros parte “da premissa que as declarações e garantias são garantias contratuais” para concluir que “sua violação autoriza a ação por inadimplemento” (MENDES-MEDEIROS, Mariana. **Cláusulas de declarações e garantias: nos contratos internacionais de aquisição de empresas ou ativos**. 2006. Dissertação (Mestrado em Direito Internacional) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2006. p. 236). A tese da autora resta afastada principalmente pelo segundo argumento trazido a seguir para refutar a posição de Giacomo Grezzana. Além disso, sem maiores explicações: Carolina Bosso Citolino trata do “inadimplemento” das declarações e garantias (CITOLINO, Carolina Bosso. **Indenização pelo descumprimento da cláusula de declarações e garantias no Brasil**. 2013. Monografia (Pós-Graduação *Lato Sensu* em Direito) – Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, São Paulo, 2013. p. 99); José Pedro Pacheco do Amaral declara que, “caso se verifique que determinada declaração do cedente no que se refere a passivos ocultos foi incorreta, o cessionário poderá ao menos requerer indenização do cedente em razão do inadimplemento contratual” (AMARAL, José Pedro Pacheco do. **Responsabilidade do cedente de quotas pelo passivo oculto da sociedade limitada**. 2017. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2017. p. 124); Juliana Bonazza Teixeira da Cunha fala em “inadimplemento contratual por parte do vendedor” “caso [a] declaração prove-se posteriormente não verdadeira, incorreta ou incompleta” (CUNHA, Juliana Bonazza Teixeira da. **A qualificadora “no melhor conhecimento” em contratos de compra e venda de participação societária**. 2016. Dissertação (Mestrado em Direito) – Escola de Direito de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2016. p. 29); Guilherme Döring Cunha Pereira afirma que a presença da cláusula de declarações e garantias permite verificar com mais facilidade a existência de “adimplemento bom” (PEREIRA, Guilherme Döring Cunha. **Alienação de poder de controle acionário**. São Paulo: Saraiva, 1995. p. 105); e Gustavo Tepedino vislumbra “inadimplemento contratual” no “desrespeito a (...) cláusulas de garantia estipuladas no Contrato” (TEPEDINO, Gustavo. **Novos princípios contratuais e teoria da confiança: a exegese da cláusula to the best knowledge of the sellers** (opinião doutrinária). Rio de Janeiro, 2012. Disponível em: <http://www.tepedino.adv.br/wp/wp-content/uploads/2012/09/biblioteca13.pdf>. Acesso em: 1º jul. 2017. p. 29). Em Portugal, também há quem admita cláusulas de declarações e garantias “que modelam a obrigação de entrega do vendedor” (GOMES, José Ferreira. **M&A: aquisição de empresas e de participações sociais**. Lisboa: AAFDL, 2022. p. 264). Mas é na Espanha que essa tese prospera com mais força, devido ao entendimento amplo da jurisprudência sobre o conceito de incumprimento contratual, v. AGUAYO, Juan. **Las manifestaciones y garantías en el derecho de contratos español**. Pamplona: Editorial Aranzadi, 2011. *E-book*. cap. 10; PERERA, Ángel Carrasco. Manifestaciones y garantías y responsabilidad por incumplimiento. In: ARJONA, José María Álvarez;

Não se corrobora essa linha de argumentação no presente trabalho, especialmente por quatro razões.

Em primeiro lugar, porque, consoante exposto nos capítulos 5.1.1.2 e 6.1 acima, a situação do patrimônio social e da organização empresarial não individualiza nem caracteriza as participações societárias e não há sentido em se atribuir às partes o poder de “transformar” em qualidade do bem vendido aquilo que não o é.

Em segundo lugar, porque a leitura de um contrato que contém declarações e garantias e não dispõe sobre as implicações da sua falsidade não parece autorizar a solução proposta por Giacomo Grezzana. Como explicado no capítulo 5.1 acima, quem “declara e garante” não assume nenhum dever explícito. Não se obriga expressamente a nada. E, ainda que se queira forçar a busca desse suposto dever pela via interpretativa (o que, na maior parte das vezes, não parece adequado, por ser bastante possível que as partes tenham escolhido o modelo em análise para atribuir função probatória à cláusula), não se vislumbra como se poderia atingir a conclusão de que afirmações de fato sobre a sociedade visam a qualificar o conjunto de participações societárias. Fosse obrigatória a extração de alguma obrigação do vendedor da cláusula de declarações e garantias isolada (e não é, pois, como realçado anteriormente, essa parcela do contrato pode ser desprovida de valor preceptivo), a saída mais razoável seria recorrer ao artigo 113, § 1º, II, do Código Civil<sup>471</sup> e atribuir-lhe o valor preceptivo de estabelecimento de dever contratual de responder pelo risco, por ser aquele que corresponde “aos usos, costumes e práticas do mercado relativas ao tipo de negócio” – ao invés de aventar-se qualificação que foge aos padrões vigentes, tanto no Brasil como nos países onde as declarações e garantias foram criadas. Especialmente por tratar-se de negociações menos sofisticadas, não se reputa adequado, na ausência de outros indícios nesse sentido, presumir que as partes acordaram algo que iria contra

---

\_\_\_\_ (dir.). **Fusiones y adquisiciones de empresas**. Cizur Menor: Aranzadi, 2004. p. 257-308. p. 295-296; POMAR, Fernando Gómez. El incumplimiento contractual en Derecho español. **InDret**, Barcelona, n. 3/2007, 2007. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=1371488>. Acesso em: 17 jul. 2019. p. 8 e 35; POMAR, Fernando Gómez; SALDAÑA, Marian Gili. Las manifestaciones y garantías en los contratos de compraventa de empresas. In: QUETGLAS, Rafael Sebastián (dir.); LUNA, Martín Jordano (coord.). **Manual de fusiones y adquisiciones de empresas**. Las Rozas: Wolters Kluwer, 2016. p. 417-447. p. 437; e SALDAÑA, Marian Gili. Sentencia de 3 de septiembre de 2010: contrato de compraventa de acciones. Incumplimiento contractual. Remedios frente al incumplimiento de las cláusulas de manifestaciones y garantías. Efectos del conocimiento del comprador en los remedios frente al incumplimiento de las manifestaciones y garantías. Lucro cesante. Compraventa de sustitución o remplazo. **Cuadernos Civitas de Jurisprudencia Civil**, Cizur Menor, n. 86, p. 1075-1096, 2011. p. 1085. Apoia-se na doutrina espanhola para defender que, no Brasil, “a desconformidade [das declarações e garantias] ocasiona um inadimplemento do programa contratual, que não atinge os níveis de satisfação pretendidos pelo credor”: 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. p. 93.

<sup>471</sup> “Art. 113. Os negócios jurídicos devem ser interpretados conforme a boa-fé e os usos do lugar de sua celebração. § 1º A interpretação do negócio jurídico deve lhe atribuir o sentido que: (...) II – corresponder aos usos, costumes e práticas do mercado relativas ao tipo de negócio”.

a prática consolidada.

Em terceiro lugar – e principalmente –, porque, se a obrigação assumida pelo vendedor fosse a de entregar as participações societárias com as qualidades indicadas nas declarações e garantias (de modo que só pudesse haver adimplemento na presença dessas qualidades), falsidades nas declarações e garantias levariam, em grande parte das vezes, à impossibilidade absoluta da prestação<sup>472-473</sup>. Afinal, a maioria dessas falsidades não pode ser remediada, nem pelo vendedor, nem por ninguém – até porque as declarações e garantias costumam tratar de fatos passados. Giacomo Grezzana confirma que “o vendedor nada pode fazer para aumentar o faturamento ou reestruturar as operações da sociedade de modo a fazê-la lucrar o quanto afirmado em declarações e garantias” e sustenta que essa circunstância releva para delimitar a possibilidade de cumprimento forçado da obrigação assumida pelo vendedor<sup>474</sup>. Mas, se não há como adimplir a obrigação desde o momento da celebração do contrato, não existe inadimplemento incompatível com a execução específica, e sim prestação impossível. A consequência, salvo em caso de eventual aplicação do princípio da preservação (sobre o qual se discorreu no capítulo 5.2 acima) seria, nos termos do artigo 166, II, do Código Civil, a nulidade do negócio jurídico<sup>475</sup>, com a eventual indenização do comprador pelo interesse negativo, se apenas o vendedor tinha conhecimento da impossibilidade<sup>476</sup>.

Em quarto e último lugar, porque a premissa fática adotada por Giacomo Grezzana – a de que, em muitos pactos pouco complexos, as declarações e garantias seriam desacompanhadas de previsão das consequências da sua falsidade, o que forçaria o recurso à ideia de confor-

---

<sup>472</sup> “Impossível é a prestação que não se pode fazer, por alguma causa ligada a ela” (PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. **Tratado de direito privado**. Rio de Janeiro: Borsoi, 1954. t. 4, p. 164). “Diz-se *absoluta* a impossibilidade quando ela se torna irrealizável para qualquer pessoa nas condições do contratante”. (RODRIGUES, Silvio. **Direito civil**. 14. ed. São Paulo: Saraiva, 1985. v. 3. p. 77). “*Impossibilidade objetiva* é a que existe para todos” (GOMES, Orlando. **Obrigações**. 8. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1986. p. 42).

<sup>473</sup> “However, if the goods are specific or ascertained, or if the warranty does not relate directly to the features of the goods being sold (which may be the case for acquisition scenarios), the argument that it is a description that shapes the seller’s obligation to deliver appears artificial. Moreover, if the goods are specific or ascertained, or if the transaction does not pertain to goods, *but is a sale of business*, then this approach is likely to lead to a finding that a warranty clause imposes an obligation that is beyond human control or impossible. For example, if an acquisition agreement that governs the sale of all outstanding stock of company X provides for a warranty that there are only 5 employee claims pending against X, it is not reasonable to assume that this warranty imposes on the seller the primary obligation for there to be a company X with only 5 employee claims pending against it” (JASTRZEBSKI, Jacek. “Sandbagging” and the distinction between warranty clauses and contractual indemnities. **UC Davis Business Law Journal**, Davis, v. 19, n. 2, p. 207-251, 2019. p. 233).

<sup>474</sup> GREZZANA, Giacomo. **A cláusula de declarações e garantias em alienação de participação societária**. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 226-227.

<sup>475</sup> “Art. 166. É nulo o negócio jurídico quando: (...) II – for ilícito, impossível ou indeterminável o seu objeto”.

<sup>476</sup> “Nos negócios jurídicos cujo objeto é impossível, um dos figurantes pode ignorar a impossibilidade, conhecendo-a o outro ou os outros. A indenização é segundo o que o contraente não teria perdido, se não houvesse concluído o contrato (interesse negativo), porque houve a confiança na validade” (PONTES DE MIRANDA. op. cit. p. 170-171).

mação da obrigação de dar – não parece se confirmar na prática. Dos 30 contratos de compra e venda de participações societárias de controle menos sofisticados analisados durante este trabalho, 15 não elegem a repercussão da falsidade das declarações e garantias. Mas, na maioria absoluta deles (em 13 dos 15 casos), as partes estabelecem algum outro mecanismo de alocação de riscos, optando entre a sistemática de *my watch, your watch*, e a de porteira fechada ou explicitando no instrumento quais gastos futuros da sociedade serão de responsabilidade do vendedor. A impressão que se tem, portanto, é de que as partes decidem não prever consequências contratuais para a falsidade das declarações e garantias porque as estão utilizando na função probatória e lidando com a alocação de riscos de outra forma – e não por algum lapso, que obrigaria o emprego da solução proposta pelo autor.

Por essas razões, entende-se que a cláusula de declarações e garantias não exprime o valor preceptivo de conformação da obrigação de dar do vendedor para fins de atrelá-la a supostas “qualidades” das participações societárias de controle.

### 6.3. Promessa de fato de terceiro

Na Itália, alguns autores entendem que as declarações e garantias correspondem a promessas de fato de terceiro<sup>477</sup>. Para embasar essa linha, sustenta-se, basicamente, que a figura da promessa de fato de terceiro é a única prevista em lei a trazer um princípio geral autorizando as partes de um contrato que não seja de seguro a pactuarem entre si a alocação de riscos, de modo que, realizado o risco em questão, a consequência negativa seja suportada pela parte que o assumiu. E não haveria incongruência entre a disciplina legal e as declarações e garantias porque (i) o fato de terceiro poderia ser qualquer fato jurídico e as partes teriam liberdade para criar fatos jurídicos (podendo, por exemplo, transformar a situação patrimonial da sociedade em fato jurídico); (ii) seria admissível a promessa em relação a um fato passado de terceiro; e (iii) a promessa de fato de terceiro não exigiria um compromisso do promitente de buscar obter o resultado em questão<sup>478</sup>.

Essa construção não comporta adesão sob a égide do direito brasileiro, por três princi-

---

<sup>477</sup> Regulada pelo artigo 1381 do *Codice Civile*, nos seguintes termos: “Colui che ha promesso l’obbligazione o il fatto di un terzo è tenuto a indennizzare l’altro contraente, se il terzo rifiuta di obbligarsi o non compie il fatto promesso”.

<sup>478</sup> SALATINO, Gregorio. “Patto di garanzia” nel contratto di acquisizione (“*Sale Purchase Agreement*”). **Giurisprudenza Commerciale**, Milano, v. 42, n. 5, p. 891-918, 2015. p. 912-918. Interessante notar que, no Brasil, Fábio Konder Comparato parece poder alinhar-se a esse entendimento, pois afirma serem “exemplos de obrigações de garantia (...) a promessa de fato de terceiro” (COMPARATO, Fábio Konder. *Obrigações de meio, de resultado e de garantia*. In: \_\_\_\_\_. **Ensaio e pareceres de direito empresarial**. Rio de Janeiro: Forense, 1978. p. 521-539. p. 537).

pais motivos.

Em primeiro lugar, o Código Civil reconhece, no seu artigo 121-A, II<sup>479</sup>, a possibilidade de as partes alocarem riscos por meio de quaisquer contratos empresariais, o que parece suficiente para tornar desnecessário o recurso à figura da promessa de fato de terceiro como suposta única solução legal.

Em segundo lugar, no Brasil, quem promete fato de terceiro vincula-se “a uma obrigação de fazer, ou seja, a de conseguir o ato do terceiro”. É apenas a “inexecução desta obrigação” que sujeita o devedor “à indenização do prejuízo”<sup>480</sup>. Nesse sentido vai o artigo 439 do Código Civil: “Aquele que tiver prometido fato de terceiro responderá por perdas e danos, quando este o não executar”. Por consequência, não aparenta ser adequada a imagem de uma promessa de fato de terceiro que não inclui qualquer pretensão de fazer o terceiro em questão comportar-se tal qual seria supostamente querido pelas partes (até porque as declarações e garantias dizem respeito a fatos passados, que não podem ser alterados).

Em terceiro lugar, e ligado ao quanto exposto no parágrafo anterior, soa bastante artificial falar em promessa de fato de terceiro no contexto em tela. Afinal, a leitura do texto comumente utilizado na cláusula de declarações e garantias não transmite em momento algum a ideia de que o vendedor se compromete a tentar fazer a situação ali retratada verificar-se na realidade<sup>481</sup>.

---

<sup>479</sup> “Art. 421-A. 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: (...) II – a alocação de riscos definida pelas partes deve ser respeitada e observada”.

<sup>480</sup> RODRIGUES, Silvio. **Direito civil**. 15. ed. São Paulo: Saraiva, 1985. v. 2. p. 119. Caio Mário da Silva Pereira vai além e entende que o “objeto” da obrigação de quem promete fato de terceiro “é conseguir que o terceiro se obrigue à prestação” (PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de direito civil**. 17. ed. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2013. v. 3, p. 100).

<sup>481</sup> Recentemente, Judith Martins-Costa elaborou parecer sobre disputa na qual um dos litigantes tentava qualificar uma determinada declaração e garantia como promessa de fato de terceiro e tratou desse ponto. Veja-se: “20. Para saber se Pacaembu responsabilizou-se por fato de terceiro (Arena), é preciso tomar como ponto de partidas o texto contratual, que assim determina: ‘7.1. A Vendedora (conforme aplicável), neste ato declara e garante à Compradora e ao FIP da Compradora que as seguintes declarações e garantias são na presente data e serão na Data do Fechamento completas e verdadeiras: [...] 7.1.9. Contratos Relevantes. Os Contratos Relevante (i) são válidos, exequíveis e estão em pleno vigor e efeitos; (ii) constituem obrigação legal e vinculante das respectivas partes; (iii) refletem condições de mercado de operações similares; e (iv) não serão afetados pela consumação da Operação. Nem a Pacaembu, nem as Companhias-Alvo, nem qualquer de suas Subsidiárias está violando (ou violou, no passado) ou descumprindo (ou descumprido, no passado) qualquer disposição de qualquer Contrato Relevante, e nem a Pacaembu, nem as Companhias-Alvo, nem qualquer de suas Subsidiárias ou qualquer dos FIPs receberam notificação por escrito de qualquer outra parte em qualquer Contrato Relevante afirmando que a Pacaembu, as Companhias-Alvo ou qualquer de suas Subsidiárias ou qualquer dos FIPs está descumprindo suas obrigações em tal Contrato Relevante e tal descumprimento não foi sanado, e, por fim, no melhor conhecimento da Pacaembu, das Companhias-Alvo e dos FIPs, nenhuma outra parte a tais Contratos Relevantes está descumprindo qualquer disposição de qualquer Contrato Relevante’. 21. Lido e relido o texto da Cláusula 7.1.9, em nenhum momento é ali assumida pela Vendedora responsabilidade pelos atos da Arena. Não há falar, portanto, em responsabilidade de Pacaembu por fato daquela sociedade. Toda a gama de responsabilidade assumida pela Vendedora na Cláusula 7.1.9 é por *ato próprio*. Responde pela veracidade do que declarou. Suposto inadimplemento por parte de Arena entra no suporte fático da regra contratual em causa apenas como *fato jurídico*, e não como *ato ilícito relativo*”.

Por essas razões, conclui-se que a cláusula de declarações e garantias não possui valor preceptivo de constituição de promessa de fato de terceiro.

---

(inadimplemento), apenas para se determinar se a declaração foi ou não veraz. Em suma: a responsabilidade assumida por Pacaembu – mesmo se eventual falta tenha sido causada por terceiro, isto é, por Arena – é tão somente pelo que Pacaembu declarou e garantiu, nos limites do declarado e garantido. Não abrange, pois, as consequências patrimoniais do alegado inadimplemento de terceiro, como quer a Requerente” (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 tráfico jurídico. Parecer. *In*: CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de; AZEVEDO, Luis André; HENRIQUES, Marcus de Freitas (coord.). **Direito societário, mercado de capitais, arbitragem e outros temas**: homenagem a Nelson Eizirik. São Paulo: Quartier Latin, 2020. v. 3, p. 67-90. p. 74).

## 7. CONCLUSÃO

O presente trabalho propôs-se a investigar o valor preceptivo assumido pela cláusula de declarações e garantias para fins do regulamento contratual dos pactos de compra e venda de participações societárias de controle no âmbito do direito brasileiro. Como visto no capítulo 1, optou-se por colocar o problema nesses termos amplos por entender-se que, a depender da arquitetura contratual, determinada disposição pode (i) deter, sozinha, valor preceptivo; (ii) exprimir valor preceptivo apenas quando conjugada com outra estipulação do acordo; ou (iii) ser desprovida de valor preceptivo, possuindo relevância somente para outras finalidades.

Com esse objetivo em mente, iniciou-se a exposição pelo exame da configuração socialmente típica da cláusula de declarações e garantias, realizado no capítulo 2. Em resumo, explicou-se que essa seção do contrato costuma ser composta por um *caput*, no qual se reflete a ideia de que um dos contratantes (na hipótese em análise, o vendedor) “declara e garante” ao outro (o comprador) que a situação ali retratada corresponde à realidade, seguido de diversos itens (as declarações e garantias), contendo afirmações de fatos presentes ou passados referentes (i) às partes e/ou ao contrato; (ii) às participações societárias; (iii) à sociedade; (iv) a documentos/informações trocados pelas partes durante a fase de negociações; e/ou (v) às próprias declarações e garantias (metadeclarações). Esquadrinharam-se também as técnicas de redação mais habitualmente empregadas nesse contexto, em especial para limitar ou excetuar as declarações e garantias. Discorreu-se, ainda, sobre a constatação da eventual falsidade desses enunciados.

Na sequência, dedicou-se o capítulo 3 a inserir a cláusula de declarações e garantias no contexto do contrato de compra e venda de participações societárias de controle. Tratou-se, primeiro, da operação econômica subjacente a essa modalidade de acerto, qual seja, a transferência de controle societário, e do risco de erro na avaliação que lhe é inerente. Discorreu-se, em seguida, sobre a causa e o objeto desse negócio jurídico, constatando-se que (i) a sua causa abstrata (função econômico-social do tipo) é a própria transferência de controle societário; (ii) a sua causa concreta (fim particular comumente contemplado pelas partes e refletido na estrutura contratual) varia a depender das circunstâncias da transação, mas muitas vezes inclui a transferência do poder de conduzir a exploração da empresa que constitui o objeto social da sociedade em questão; e (iii) o seu objeto são as participações societárias de controle. Depois, abordaram-se o enquadramento da cláusula de declarações e garantias no instrumento contratual em tela e as suas funções nesse cenário, entendendo-se que essa disposição (i) sempre desempenha função informativa, durante a fase de negociações; e (ii) pode também exercer (ii.1) função proba-

tória, quando inserida no instrumento contratual de forma autônoma; (ii.2) função assecuratória-liberatória, quando, devido à execução diferida da compra e venda (que acrescenta um risco de mudança de valor à operação), é combinada com a cláusula de exigências para o fechamento; e/ou (iii) função assecuratória-ressarcitória, quando é combinada com a cláusula de indenização<sup>482</sup>.

Passou-se, então, à análise dos efeitos da importação da cláusula de declarações e garantias dos Estados Unidos da América e da Inglaterra para o Brasil, conduzida no capítulo 4. Constatou-se que essa espécie de estipulação contratual gera dificuldades (de aplicação, interpretação e regulamentação) mesmo nos países onde foi concebida, porque invoca dois conceitos jurídicos distintos (*representations* e *warranties*), cada qual submetido a diferente e complexo regime, sendo um pertinente à formação da vontade das partes e o outro considerado um termo do contrato. Averiguada a existência desses problemas congênicos da cláusula de declarações e garantias, percebeu-se que a sua consideração seria obrigatória para a correta compreensão da disposição contratual no âmbito do ordenamento brasileiro. Por consequência, reputou-se necessário avaliá-la tanto do ponto de vista da formação da vontade das partes, quanto do ponto de vista do regulamento contratual.

Essa empreitada foi objeto do capítulo 5, no qual se atingiram as principais conclusões deste trabalho. Basicamente, entendeu-se que, em regra, nos contratos de compra e venda de participações societárias de controle, a cláusula de declarações e garantias:

- (i) quando isolada (i.e., não acompanhada de previsão das consequências da eventual falsidade dos enunciados nela contidos), não é capaz de, sozinha, instituir uma verdadeira parcela do regramento contratual; nessa hipótese, não exprime valor preceptivo, assumindo relevância como fonte da prova da eventual ocorrência de violação ao princípio da boa-fé objetiva, de erro ou de dolo, sempre na fase pré-contratual (i.e., durante a formação da vontade das partes);
- (ii) quando combinada com a cláusula de exigências para o fechamento, exprime valor preceptivo de submeter parcialmente a eficácia do negócio jurídico a condição suspensiva, sendo o regime normalmente alterável por decisão de uma das partes; e
- (iii) quando combinada com a cláusula de indenização, exprime valor preceptivo de estabelecer um dever contratual de responder pelo risco.

Ainda no curso do capítulo 5, ao qual se faz referência para evitar repetições desneces-

---

<sup>482</sup> Como mencionado diversas vezes ao longo deste trabalho, essas e todas as demais conclusões aqui atingidas são circunscritas à configuração socialmente típica da cláusula de declarações e garantias. A sua adequação a casos concretos sempre depende da averiguação das circunstâncias em tela, que podem levar a resultados diversos.

sárias, foram examinadas as peculiaridades dos regimes jurídicos que, em cada uma dessas situações, imprimem relevância à cláusula de declarações e garantias (na ausência de valor preceptivo) ou lhe são aplicáveis (na presença de valor preceptivo). Destacou-se que a constatação do correto enquadramento da estipulação no caso concreto depende da interpretação contratual, pontuando-se alguns indícios em um e noutro sentido.

Por fim, no capítulo 6, afastaram-se outras teses aventadas pela doutrina, sustentando-se que, na sua configuração socialmente típica, a cláusula de declarações e garantias não assume valor preceptivo (i) de indicação de qualidades da coisa para fins da aplicação da disciplina dos vícios redibitórios e da evicção; (ii) de conformação da obrigação de dar do vendedor; ou (iii) de promessa de fato de terceiro.



## REFERÊNCIAS<sup>483</sup>

ABLA, Maristela Sabbag. Sucessão empresarial – declarações e garantias – o papel da *legal due diligence*. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de (coord.). **Reorganização societária**. São Paulo: Quartier Latin, 2005. p. 99-121.

ADAMS, Kenneth A. A legal-usage analysis of “material adverse change” provisions. **Fordham Journal of Corporate & Financial Law**, [New York], v. 10, n. 1, p. 9-53, 2004.

ADAMS, Kenneth A. A lesson in drafting contracts: what’s up with “representations and warranties”? **Business Law Today**, Chicago, v. 15, n. 2, p. 32-37, 2005.

ADAMS, Kenneth A. Eliminating the phrase *represents and warrants* from contracts. **Transactions: The Tennessee Journal of Business Law**, Knoxville, v. 16, n. 2, p. 203-229, 2015.

ADAMS, Kenneth A. **The structure of M&A contracts**. [S.l.]: Thomson Reuters, 2016.

ADLER, Robert S.; MANN, Richard A. Good faith: a new look at an old doctrine. **Akron Law Review**, Akron, v. 28, n. 1, p. 31-52, 1995.

AGUAYO, Juan. **Las manifestaciones y garantías en el derecho de contratos español**. Pamplona: Editorial Aranzadi, 2011. *E-book*.

ALFANO, Ylenia Zaira. Rischi connessi all’acquisto di partecipazioni societarie: garanzie fiscali, previdenziali ed ambientali tra tutela dell’acquirente e specifiche previsioni normative. **Innovazione e Diritto**, Napoli, n. 5/2012, p. 90-105, 2012.

AMARAL, José Pedro Pacheco do. **Responsabilidade do cedente de quotas pelo passivo oculto da sociedade limitada**. 2017. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2017.

AMBROSINI, Stefano. Trasferimento di partecipazioni azionarie, clausole di *indemnity* e contratto per persona da nominare. **Contratto e Impresa**, Padova, v. 12, n. 3, p. 898-920, 1996.

ANTUNES, José Engrácia. A empresa como objecto de negócios: “asset deals” versus “share deals”. **Revista da Ordem dos Advogados**, Lisboa, ano 68, v. 2/3, p. 715-793, 2008.

APFELBECK, Joaquín Recart. Sobre el conocimiento del comprador, antes de la firma del contrato o del cierre, de la falsedad de las declaraciones y garantías. **Revista Chilena de Derecho**, Santiago de Chile, v. 47, n. 2, p. 565-588, 2020.

ARAGÃO, Leandro Santos de. Dever de informar e operações de reorganização societária – procedimento preparatório e as informações assimétricas. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; \_\_\_\_\_ (coord.). **Reorganização societária**. São Paulo: Quartier Latin, 2005. p. 51-97.

AROSSA, Fabrizio. **Le clausole di “garanzia” e di indennizzo nel “contrato di acquisizione” di partecipazioni sociali**. Disponível em: <http://www.giur.uniroma3.it/materiale/didattico/international-business-contracts/20aprile/le-clausole-di-garanzia-e-di-indennizzo.pdf>.

---

<sup>483</sup> De acordo com a Associação Brasileira de Normas Técnicas, NBR 6023.

Acesso em: 7 out. 2017.

ASCARELLI, Tullio. In tema di vendita di azioni e responsabilità degli amministratori (*nota* alla sent. Cass. 28 agosto 1952, n. 2784). **Il Foro Italiano**, Roma, v. 76, n. 11, p. 1638-1644, 1953.

ASCARELLI, Tullio. In tema di vendita di pacchetti azionari e di errore nella compravendita di azioni sociali (*osservazione* a sentenza Cass. Rego 29 marzo 1935 e App. Milano 1 maggio 1934). **Il Foro Italiano**, Roma, v. 60, parte 1, p. 1627-1643, 1935.

ASCARELLI, Tullio. In tema di vendita di pacchetti di azioni. *In: \_\_\_\_\_*. **Studi in tema di società**. Milano: Giuffrè, 1952. p. 63-67.

ASCARELLI, Tullio. O negócio indireto. *In: \_\_\_\_\_*. **Problemas das sociedades anônimas e direito comparado**. São Paulo: Saraiva, 1945. p. 99-175.

ASCARELLI, Tullio. Premissas ao estudo do direito comparado. *In: \_\_\_\_\_*. **Problemas das sociedades anônimas e direito comparado**. São Paulo: Saraiva, 1945. p. 2-49.

ASCARELLI, Tullio. Riflessioni in tema di titoli azionari e società tra società. *In: \_\_\_\_\_*. **Saggi di diritto commerciale**. Milano: Giuffrè, 1955. p. 219-271.

AZEVEDO, Antônio Junqueira de. **Negócio jurídico e declaração negocial**: noções gerais e formação da declaração negocial. 1986. Tese (concurso para Professor Titular de Direito Civil) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 1986.

AZEVEDO, Antônio Junqueira de. **Negócio jurídico**: existência, validade e eficácia. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2010.

BAIN & COMPANY. **Global M&A report 2022**: what the best companies did to win in a white-hot market. 2022. Disponível em: <https://www.bain.com/insights/topics/m-and-a-report/>. Acesso em: 9 nov. 2022.

BATISTA, Ana Sofia et al. Private mergers and acquisitions: global trends in buyer protection. **International Law Practicum**, Albany, v. 26, n. 1, p. 59-70, 2013.

BECKER, Bernard-Olivier; BUCHBERGER, Matthieu; CAFFIN-MOI, Marie. Cession de droits sociaux. **La Semaine Juridique – Entreprise et Affaires**, Paris, n. 49/2020, chronique 1504, p. 18-25, 2020.

BENETTI, Giovana. **Dolo no direito civil**: uma análise da omissão de informações. São Paulo: Quartier Latin, 2019.

BETTI, Emilio. Causa del negozio giuridico. *In: AZARA, Antonio; EULA, Ernesto*. **Novissimo digesto italiano**. Torino: UTET, 1959. v. 3, p. 32-40.

BETTI, Emilio. **Teoria generale del negozio giuridico**. 2ª ed. Napoli: Edizioni Scientifiche Italiane, 2002.

BETTI, Emilio. **Teoria generale delle obbligazioni**. Milano: Giuffrè, 1953. v. 1.

BEVIÁ, Vicente Gimeno. **Las condiciones en el contrato de compraventa de empresa**. Cizur Menor: Aranzadi, 2016.

BEVILÁQUA, Clóvis. **Código Civil dos Estados Unidos do Brasil comentado**. 2. ed. São Paulo: Livraria Francisco Alves, 1921. v. 1.

BIANCHI, Maria Teresa. Clausole particolari nel trasferimento di pacchetti azionari di riferimento. **Il Diritto Fallimentare e delle Società Commerciali**, Padova, v. 68, n. 3, p. 370-402, 1993.

BLACK, Henry Campbell. **Black's law dictionary**. 6<sup>th</sup> ed. St. Paul: West Publishing Co., 1990.

BONELLI, Franco. Giurisprudenza e dottrina su acquisizioni di società e di pacchetti azionari di riferimento. *In*: \_\_\_\_\_; DE ANDRÈ, Mauro (org.). **Acquisizioni di società e di pacchetti azionari di riferimento**. Milano: Giuffrè, 1990. p. 3-94.

BORGES, Rodrigo Fialho; LEAL, Anay; NAQUIS, Manoela. **Sandbagging**: a autonomia da vontade permite a criação de uma “carta na manga” contratual?. 2022. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=4112650>. Acesso em: 10 out. 2022.

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

BOURIE, Enrique Barros; COVARRUBIAS, Nicolás Rojas. Responsabilidad por declaraciones y garantías contractuales. *In*: UNIVERSIDAD DE CONCEPCIÓN, Departamento de Derecho Privado (coord.). **Estudios de derecho civil V**: jornadas nacionales de derecho civil. Santiago de Chile: AbeledoPerrot, 2010. p. 511-526.

BROOM, Herbert. **A selection of legal maxims**. 7<sup>th</sup> ed. Philadelphia: T. & J. W. Johnson & Co., 1874.

BRUNER, Robert F. **Applied mergers and acquisitions**. Hoboken: John Wiley & Sons, Inc., 2004.

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

CAFFIN-MOI, Marie. **Cession de droits sociaux et droit des contrats**. Paris: Economica, 2009.

CALAMARI, John D.; PERILLO, Joseph M.; BENDER, Helen Hadjiyannakis. **Cases and problems on contracts**. 2<sup>nd</sup> ed. St. Paul: West Publishing Co., 1989.

CÂMARA, Paulo; BASTOS, Miguel Brito. O direito da aquisição de empresas: uma introdução. *In*: CÂMARA, Paulo (coord.). **Aquisição de empresas**. Coimbra: Coimbra Editora, 2011. p. 13-64.

CANÉ, Daniele. Cessione di partecipazioni e clausole di garanzia: brevi note a margine della sentenza della Corte di Cassazione n. 17948/2012. **Rivista Trimestrale di Diritto Tributario**, Torino, n. 3/2013, p. 669-694, 2013.

CARRILLO, Pablo Enrique. Beware of Scylla and Charybdis: stock purchases of privately held companies and the remedies problem under Rule 10b-5 – what is the buyer to do?. **Tulane Law Review**, New Orleans, v. 72, n. 6, p. 2113-2137, 1998.

CASAS, Felipe Cuberos de las; VIECO, Cristina Moure. El rol legal de las representaciones y garantías en las jurisdicciones de derecho civil. *In*: COAGUILA, Carlos Alberto Soto (dir.). **Fusiones y adquisiciones**. Lima: Instituto Pacífico, 2015. p. 241-258.

CASELLA, Paolo. I due sostanziali metodi di garanzia al compratore. *In*: BONELLI, Franco; DE ANDRÉ, Mauro (org.). **Acquisizioni di società e di pacchetti azionari di riferimento**. Milano: Giuffrè, 1990. p. 129-144.

CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAÚJO, Leonardo Barros C. de. Cláusulas de ajuste de preço, *locked box* e garantias em operações de M&A. *In*: BARBOSA, Henrique; BOTREL, Sérgio (coord.). **Novos temas de direito e corporate finance**. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 113-144.

CHASE, Daniel L. M&A after *Eagle Force*: an economic analysis of sandbagging default rules. **California Law Review**, Berkeley, v. 108, n. 5, p. 1665-1681, 2020.

CITOLINO, Carolina Bosso. **Indenização pelo descumprimento da cláusula de declarações e garantias no Brasil**. 2013. Monografia (Pós-Graduação *Lato Sensu* em Direito) – 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. **SMU Law Review**, Dallas, v. 72, n. 4, p. 821-848, 2019.

COATES IV, John C. **Allocating risk through contract**: evidence from M&A and policy implications. Cambridge, 2012. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=2133343>. Acesso em: 31 mai. 2019.

COATES IV, John. C. **M&A contracts**: purposes, types, regulation, and patterns of practice. Cambridge, 2015. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2593866>. Acesso em: 15 out. 2022.

COMPARATO, Fábio Konder. A cessão de controle acionário é negócio mercantil?. *In*: \_\_\_\_\_. **Novos ensaios e pareceres de direito empresarial**. Rio de Janeiro: Forense, 1981. p. 245-260.

COMPARATO, Fábio Konder. A obrigação de informar no direito contratual. *In*: UNIVERSIDAD DE LA REPÚBLICA, Facultad de Derecho, Instituto de Derecho Comercial. **Estudios jurídicos en memoria del Profesor Rodolfo Mezzera Alvarez**. Montevideo: Fundación de Cultura Universitaria, 1999. p. 249-256.

COMPARATO, Fábio Konder. Alienação de controle de companhia aberta. *In*: \_\_\_\_\_. **Direito empresarial**: estudos e pareceres. São Paulo: Saraiva, 1990. p. 75-80.

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

COMPARATO, Fábio Konder. Obrigações de meio, de resultado e de garantia. *In*: \_\_\_\_\_. **Ensaio 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: Forense, 2014.

CONFORTINI, Claudia. **Il governo dei rischi nella vendita di partecipazioni**. Milano: Giuffrè, 2020.

CORDERO-MOSS, Giuditta. Conclusion: the self-sufficient contract, uniformly interpreted on the basis of its own terms: an illusion, but not fully useless. *In*: \_\_\_\_\_ (ed.). **Boilerplate clauses, international commercial contracts and the applicable law**. Cambridge: Cambridge University Press, 2011. p. 344-373.

CORDERO-MOSS, Giuditta. Introduction to Part 3. *In*: \_\_\_\_\_ (ed.). **Boilerplate clauses, international commercial contracts and the applicable law**. Cambridge: Cambridge University Press, 2011. p. 115-128.

CRASWELL, Richard. Taking information seriously: misrepresentation and nondisclosure in contract law and elsewhere. **Virginia Law Review**, Charlottesville, v. 92, n. 4, p. 565-632, 2006.

CUMMING, Elizabeth. Balancing the buyer's right to recover for precontractual misstatements and the seller's ability to disclaim express warranties. **Minnesota Law Review**, Minneapolis, v. 76, n. 5, p. 1189-1218, 1992.

CUNHA, Juliana Bonazza Teixeira da. **A qualificadora “no melhor conhecimento” em contratos de compra e venda de participação societária**. 2016. Dissertação (Mestrado em Direito) – Escola de Direito de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2016.

CUNHA, Moisés Ferreira da; MARTINS, Eliseu; ASSAF NETO, Alexandre. Avaliação de empresas no Brasil pelo fluxo de caixa descontado: evidências empíricas sob o ponto de vista dos direcionadores de valor nas ofertas públicas de aquisição de ações. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 49, n. 2, p. 251-266, 2014.

D’ALESSANDRO, Carlo. **Compravendita di partecipazioni sociali e tutela dell’acquirente**. Milano: Giuffrè, 2003.

D’ALESSANDRO, Carlo. Vendita di partecipazioni sociali e promessa di qualità. **Giustizia Civile**, Milano, v. 55, n. 1, p. 1071-1078, 2005.

DANET, Didier. Cession de droits sociaux: information préalable ou garantie des vices?. **Revue Trimestrielle de Droit Commercial et de Droit Économique**, Paris, v. 45, n. 2, p. 315-349, 1992.

DE NOVA, Giorgio. **Il sale and purchase agreement: un contratto commentato**. 2ª ed. Torino: G. Giappichelli Editore, 2017.

DEGL’INNOCENTI, Francesca. Nota a Corte d’Appello di Milano, 28 gennaio 2009, su “cessione di quote societarie e garanzie per vizi”. **Il Foro Padano**, Roma, v. 65, n. 2, p. 348-363,

2009.

DELOITTE. **Panorama of M&A in Brazil: 2021 outlook.** 2021. Disponível em: <https://www2.deloitte.com/br/en/pages/strategy-operations/articles/panorama-fusoes-aquisicoes-brasil.html>. Acesso em: 18 jul. 2022.

DELOITTE. **The state of the deal: M&A trends 2019.** 2019. Disponível em: <https://www2.deloitte.com/us/en/pages/mergers-and-acquisitions/articles/ma-trends-report.html>. Acesso em: 20 jul. 2019.

DEPAMPHILIS, Donald M. **Mergers, acquisitions, and other restructuring activities: an integrated approach to process, tools, cases, and solutions.** 10<sup>th</sup> ed. San Diego: Academic Press, 2019.

DINAMARCO, Cândido Rangel; LOPES, Bruno Vasconcelos Carrilho. **Teoria geral do novo processo civil.** 3. ed. São Paulo: Malheiros, 2018.

DUTRA, Rafael d'Avila; ROSSINI, Flávio Augusto Carvalho da Fonseca. Passivos ocultos em contratos de compra e venda de ações. **Revista do Advogado**, São Paulo, n. 116, p. 151-160, 2012.

EREDE, Sergio. Durata delle garanzie e conseguenze della loro violazione. *In*: BONELLI, Franco; DE ANDRÉ, Mauro (org.). **Acquisizioni di società e di pacchetti azionari di riferimento.** Milano: Giuffrè, 1990. p. 197-206.

EREDE, Sergio. I contenuti tipici dei contratti di compravendita internazionale di partecipazioni societarie: *representations, indemnities, legal opinions.* *In*: DRAETTA, Ugo (coord.). **Compravendite internazionali di partecipazioni societarie.** Milano: EGEA, 1990. p. 55-63.

EVEN-TOV, Omri; RYANS, James; SOLOMON, Steven Davidoff. **Representations and warranties insurance in mergers and acquisitions.** Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3361184>. Acesso em: 15 out. 2022.

FARINA, Elizabeth Maria Mercier Querido; AZEVEDO, Paulo Furquim de; SAES, Maria Sylvia Macchione. **Competitividade: mercado, estado e organizações.** São Paulo: Singular, 1997.

FARNSWORTH, E. Allan. **Contracts.** 2<sup>nd</sup> ed. Boston: Little, Brown and Company, 1990.

FELDMAN, Reid. Recent trends in European SPAs and comparisons with US practice. **Business Law International**, London, v. 17, n. 3, p. 217-231, 2016.

FERNANDES, André de Godoy. Brazil. *In*: CAMPBELL, Dennis (ed.) **Mergers and acquisitions in North America, Latin America, Asia and the Pacific: selected issues and jurisdictions.** Alphen aan den Rijn: Kluwer Law International, 2011. (The Comparative Law Yearbook of International Business, Special Issue, 2011, B). p. 95-129.

FERRAZ JR., Tercio Sampaio. **Introdução ao estudo do direito: técnica, decisão, dominação.** 6. ed. São Paulo: Atlas, 2011.

FERRAZ, Adriano Augusto Teixeira; FREITAS, Bernardo Vianna; SOUZA, Rodrigo Amaral

e. A alocação de riscos em operações de M&A: análise das cláusulas de ajuste de preço e indenização. *In*: BARBOSA, Henrique; BOTREL, Sérgio (coord.). **Novos temas de direito e corporate finance**. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 561-593.

FERREIRA, Aurélio Buarque de Holanda. **Novo dicionário Aurélio da língua portuguesa**. 3. ed. Curitiba: Positivo, 2004.

FERREIRA, Bernardo Maria Figueiredo Rocha. **Garantia do vendedor na compra e venda de empresas**. 2016. Dissertação (Mestrado em Direito Empresarial) – Faculdade de Direito, Escola de Lisboa, Universidade Católica Portuguesa, Lisboa, 2016.

FERRO, Marcelo Roberto; SOUZA, Antonio Pedro Garcia de. Post M&A arbitration. *In*: SETTER, Peter (ed.). **International arbitration: law and practice in Brazil**. Oxford: Oxford University Press, 2020. p. 405-434.

FONSECA, Patrícia Afonso. A negociação de participações de controlo: a jurisprudência. *In*: VASCONCELOS, Pedro Pais de; ABREU, Jorge Manuel Coutinho de; DUARTE, Rui Pinto (org.). **I Congresso Direito das Sociedades em Revista**. Coimbra: Almedina, 2011. p. 27-40.

FORGIONI, Paula A. **A evolução do direito comercial brasileiro: da mercancia ao mercado**. 5. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021.

FORGIONI, Paula A. Apontamentos sobre a natureza jurídica e a função econômica das cláusulas de declarações e garantias. *In*: GOUVÊA, Carlos Portugal; PARGENDLER, Mariana; LEVI-MINZI, Maurizio (org.). **Fusões e aquisições: pareceres**. São Paulo: Almedina, 2022. p. 333-344.

FORGIONI, Paula A. **Contratos empresariais: teoria geral e aplicação**. 7. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2022.

FREUND, James C. **Anatomy of a merger: strategies and techniques for negotiating corporate acquisitions**. New York: Law Journal Press, 1975.

GALGANO, Francesco. Cessione di partecipazioni sociali e superamento della alterità soggettiva fra socio e società. **Contratto e Impresa**, Padova, v. 20, n. 1, p. 537-544, 2004.

GALVÃO, Clemente. Conteúdo e incumprimento do contrato de compra e venda de participações sociais. **Revista da Ordem dos Advogados**, Lisboa, ano 70, v. 1-4, 2010. Disponível em: <https://portal.oa.pt/publicacoes/revista/>. Acesso em: 26 nov. 2020.

GALVÃO, Clemente. Declarações e garantias em compra e venda de empresas: algumas questões. **Actualidad Jurídica Uría Menéndez**, Madrid, n. 12, p. 103-107, 2005.

GILSON, Ronald J. Value creation by business lawyers: legal skills and asset pricing. **The Yale Law Journal**, New Haven, v. 94, n. 2, p. 239-313, 1984.

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

GOMES, Orlando. **Contratos**. 11. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1986.

- GOMES, Orlando. **Introdução ao direito civil**. 7. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1983.
- GOMES, Orlando. **Obrigações**. 8. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1986.
- GOMES, Orlando. **Transformações gerais do direito das obrigações**. 2. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1980.
- GORESCU, Carla Pavesi. **Delimitação da indenização em operações de fusões e aquisições no Brasil**. São Paulo: Almedina, 2020.
- GRAU, Eros Roberto. Nota sobre a distinção entre obrigação, dever e ônus. **Revista da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo**, São Paulo, v. 77, p. 177-183, 1982.
- 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 contingências da sociedade-alvo em alienações de participação societária (cláusula de irrelevância da ciência prévia – “*sandbagging provisions*”). **Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários**, São Paulo, v. 11, p. 105-132, 2020.
- GRIFFITH, Sean J. Deal insurance: representation & warranty insurance in mergers and acquisitions. **Minnesota Law Review**, Minneapolis, v. 104, n. 4, p. 1839-1920, 2020.
- GULATI, Mitu; SCOTT, Robert E. **The 3 ½ minute transaction**: boilerplate and the limits of contract design. Chicago: The University of Chicago Press, 2013.
- HARARI, Yuval Noah. **Sapiens**: a brief history of humankind. New York: HarperCollins Publishers, 2015.
- HARRISON, Christopher S. **Make the deal**: negotiating mergers & acquisitions. Hoboken: John Wiley & Sons, Inc., 2016.
- HILL, Claire A. A comment on language and norms in complex business contracting. **Chicago-Kent Law Review**, Chicago, v. 77, n. 1, p. 29-57, 2001.
- HONTEBEYRIE, Antoine; ROBINE, David. Les recours ouverts par la loi au cessionnaire déçu. **Journal des Sociétés**, Paris, n. 60, p. 42-46, 2008.
- HUNTER, Howard O. **Modern law of contracts**: breaches and remedies. Boston: Warren, Gorham & Lamont, 1986.
- INTERNATIONAL CHAMBER OF COMMERCE, Commission on Commercial Practice. **ICC model mergers and acquisitions contract**: I – share purchase agreement. Paris: ICC Publishing S.A., 2004.
- IORIO, Giovanni. **Struttura e funzioni delle clausole di garanzia nella vendita di partecipazioni sociali**. Milano: Giuffrè, 2006.
- IORIO, Giovanni. Vendita di partecipazioni sociali: garanzie contrattuali e termine di prescri-

zione. **Giurisprudenza Italiana**, [S.l.], giugno/2014, p. 2408-2414, 2014.

IRION, Susan J. The new classroom: learning how to draft contracts in the real world. **Business Law Today**, Chicago, v. 16, n. 1, p. 49-55, 2006.

JASTRZEBSKI, Jacek. “Sandbagging” and the distinction between warranty clauses and contractual indemnities. **UC Davis Business Law Journal**, Davis, v. 19, n. 2, p. 207-251, 2019.

JASTRZEBSKI, Jacek. Value creation in negotiations of contractual warranties and indemnifications. **European Company and Financial Law Review**, Berlin, v. 16, n. 3, p. 273-309, 2019.

JONES DAY. **Jones Day commentary**: some differences in law and practice between U.K. and U.S. stock purchase agreements. 2007. Disponível em: <https://www.jonesday.com/en/insights/2007/04/some-differences-in-law-and-practice-between-uk-and-us-stock-purchase-agreements>. Acesso em: 14 dez. 2020.

KALANSKY, Daniel; SANCHEZ, Rafael Biondi. *Sandbagging clauses* nas operações de fusões e aquisições (M&A). In: BARBOSA, Henrique; BOTREL, Sérgio (coord.). **Novos temas de direito e corporate finance**. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 145-153.

KALISZ, Beata Gessel-Kalinowska vel. Representations and warranties in cross-border mergers and acquisitions: the challenges of cultural diversity. **ICC International Court of Arbitration Bulletin**, Paris, v. 24, n. 1, p. 31-39, 2013.

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. **St. John’s Law Review**, New York, v. 64, n. 3, p. 680-686, 1990.

LÉOBON, Thierry. La partie déclarative des conventions de garantie de passif. **La Semaine Juridique – Entreprise et Affaires**, Paris, n. 16/2010, commentaire 1391, 2010. Disponível em: <https://lexis360.fr>. Acesso em: 15 dez. 2020.

LEVIN, Edward J. “Best” is not always best when it comes to knowledge. **Probate and Property Magazine**, Chicago, v. 30, n. 1, 2016. Disponível em: [https://www.americanbar.org/groups/real\\_property\\_trust\\_estate/publications/probate-property-magazine/](https://www.americanbar.org/groups/real_property_trust_estate/publications/probate-property-magazine/). Acesso em: 17 dez. 2020.

LIMA, Francisco Rohan de. Operação de M&A – aquisição de controle – passivos supervenientes e teoria da vontade contratual. In: CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de; AZEVEDO, Luis André; HENRIQUES, Marcus de Freitas (coord.). **Direito societário, mercado de capitais, arbitragem e outros temas**: homenagem a Nelson Eizirik. São Paulo: Quartier Latin, 2020. v. 3, p. 23-65.

LIPSHAW, Jeffrey M. Of fine lines, blunt instruments, and half-truths: business acquisition agreements and the right to lie. **Delaware Journal of Corporate Law**, Wilmington, v. 32, n. 2, p. 431-479, 2007.

LISBOA, José da Silva. **Princípios de direito mercantil e leis da marinha**. 6. ed. Rio de

Janeiro: Typographia Academica, 1874. t. 2.

LOPES, Miguel Maria de Serpa. **Curso de direito civil**. 4. ed. Rio de Janeiro: Livraria Freitas Bastos, 1963. v. 3.

LOPES, Miguel Maria de Serpa. **Curso de direito civil**. 9. ed. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 2000. v. 1.

LOUREIRO, Catarina Tavares; FERREIRA, Manuel Cordeiro. As cláusulas de declarações e garantias no direito português: reflexões a propósito do acórdão do Supremo Tribunal de Justiça de 1 de março de 2016. **Actualidad Jurídica Uría Menéndez**, Madrid, n. 44, p. 15-30, 2016.

LUIZE, Marcelo Shima. Cláusulas de indenização e resolução contratual em operações de fusão e aquisição: necessidade ou mera reprodução do modelo anglo-saxão?. *In*: KLEINDIENST, Ana Cristina (coord.). **Estudos aplicados de direito empresarial: societário**. São Paulo: Almedina, 2016. p. 143-190.

MACAULAY, Stewart et al. **Contracts: law in action**. Charlottesville: The Michie Company, 1995. v. 1.

MACBETH, Scott. That's not the way we do it here: reconciling sandbagging provisions for multinational buyers. **International In-house Counsel Journal**, Cambridge, v. 11, n. 44, p. 1-6, 2018.

MACNEIL, Ian R.; GUDEL, Paul J. **Contracts: exchange transactions and relations**. 3<sup>rd</sup> ed. New York: Foundation Press, 2001.

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

MARTINS-COSTA, Fernanda Mynarski. Ensaio sobre o descumprimento de cláusulas de declarações e garantias em alienações de participações societárias com fechamento diferido. *In*: TERRA, Aline de Miranda Valverde; GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz (coord.). **Inexecução das obrigações: pressupostos, evolução e remédios**. Rio de Janeiro: Editora Processo, 2020. v. 1, p. 741-762.

MARTINS-COSTA, Fernanda Mynarski. **Execução diferida nos contratos de M&A**. São Paulo: Almedina, 2022. *E-book*.

MARTINS-COSTA, Judith. **A boa-fé no direito privado: critérios para a sua aplicação**. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2018.

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 tráfico jurídico. Parecer. *In*: CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de; AZEVEDO, Luis André; HENRIQUES, Marcus de Freitas (coord.). **Direito societário, mercado de capitais, arbitragem e outros temas: homenagem a Nelson Eizirik**. São Paulo: Quartier Latin, 2020. v. 3, p. 67-90.

MARTINS-COSTA, Judith. Os regimes do dolo no direito brasileiro: dolo antecedente, vício

informativo por omissão e por comissão, dolo acidental e dever de indenizar. **Revista dos Tribunais**, São Paulo, v. 923, p. 115-143, 2012.

MARTINS-COSTA, Judith. Um aspecto da obrigação de indenizar: notas para uma sistematização dos deveres pré-negociais de proteção no direito civil brasileiro. **Revista dos Tribunais**, São Paulo, v. 867, p. 11-51, 2008.

MCKENDRICK, Ewan, **Contract law**. 12<sup>th</sup> ed. London: Palgrave, 2017.

MENDES-MEDEIROS, Mariana. **Cláusulas de declarações e garantias**: nos contratos internacionais de aquisição de empresas ou ativos. 2006. Dissertação (Mestrado em Direito Internacional) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2006.

MIZIOLEK, Aleksandra; ANGELAKOS, Dimitrios. Sandbagging: from poker to the world of mergers and acquisitions. **Michigan Bar Journal**, Lansing, v. 92, n. 6, p. 30-34, 2013.

MONTEIRO, António Pinto; PINTO, Paulo Mota. Compra e venda de empresa: a venda de participações sociais como venda de empresa (“*share deal*”). **Revista de Legislação e de Jurisprudência**, Coimbra, n. 3947, p. 76-102, 2007.

MOUSSERON, Pierre. **Les conventions sociétaires**. Paris: LGDJ, 2010.

MULHOLLAND, Caitlin Sampaio. As cláusulas de representação e garantia e a aplicação do princípio da boa-fé objetiva nos contratos paritários. In: FIUZA, César Augusto de Castro; RODRIGUES JÚNIOR, Otávio Luiz; CARVALHO NETO, Frederico da Costa (coord.). **Direito civil I**. Florianópolis: CONPEDI, 2014. p. 91-107.

NEGREIROS, Teresa. Dos vícios redibitórios e da sua articulação com as cláusulas de declarações & garantias em contratos de compra e venda de empresas. In: BENETTI, Giovana et. al. (org.). **Direito, cultura, método**: leituras da obra de Judith Martins-Costa. Rio de Janeiro: GZ, 2019. p. 812-849.

NEJM, Edmundo; BRUNA, Sérgio Varella. *Due diligence*: identificando contingências para prever riscos futuros. In: SADDI, Jairo (org.). **Fusões e aquisições**: aspectos jurídicos e econômicos. São Paulo: IOB, 2002. p. 203-219.

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. 2022. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2022.

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.

OLIVEIRA, Carlos Santos de. Da prova dos negócios jurídicos. In: TEPEDINO, Gustavo (coord.). **O Código Civil na perspectiva civil-constitucional**: parte geral. Rio de Janeiro: Renovar, 2013. p. 499-539.

PAILLUSSEAU, Jean et al. **La cession d’entreprise**. 3<sup>ème</sup> ed. Paris: Dalloz, 1993.

PAILLUSSEAU, Jean. La cession de contrôle et la situation financière de la société cédée (de la nature juridique du contrôle et de la cession de contrôle). **La Semaine Juridique – Édition Générale**, Paris, n. 16/1992, étude 3578, 1992. Disponível em: <https://lexis360.fr>. Acesso em: 15 dez. 2020.

PAILLUSSEAU, Jean. La garantie de conformité dans les cessions de contrôle. **La Semaine Juridique – Édition Générale**, Paris, n. 13/2007, étude 136, p. 13-20, 2007.

PANHARD, Maxime. When contractual good faith meets a controversial M&A issue: the sand-bagging practice in international arbitration. **International Lawyer**, Dallas, v. 51, n. 1, p. 69-86, 2018. Disponível em: <https://link.gale.com/apps/doc/A539036468/AONE?u=capes&sid=AONE&xid=f05325f1>. Acesso em: 14 Dez. 2020.

PARGENDLER, Mariana. Veil peeking: the corporation as a nexus for regulation. **University of Pennsylvania Law Review**, Philadelphia, v. 169, n. 3, p. 717-781, 2021.

PARGENDLER, Mariana; GOUVÊA, Carlos Portugal. As diferenças entre declarações e garantias e os efeitos do conhecimento. *In*: \_\_\_\_\_; \_\_\_\_\_; LEVI-MINZI, Maurizio (org.). **Fusões e aquisições: pareceres**. São Paulo: Almedina, 2022. p. 277-316.

PARTIGAN, John; LOWRY, Carolyn; HAN, Pierce. Key findings from 2017 survey of M&A indemnification deal terms. **Insights**, New York, v. 31, n. 12, p. 19-21, 2017.

PEDERSOLI, Alessandro. Le garanzie fiscali, previdenziali ed ecologiche. *In*: BONELLI, Franco; DE ANDRÉ, Mauro (org.). **Acquisizioni di società e di pacchetti azionari di riferimento**. Milano: Giuffrè, 1990. p. 145-154.

PEDREIRA, José Luiz Bulhões; LAMY FILHO, Alfredo. Ação como participação societária. *In*: \_\_\_\_\_; \_\_\_\_\_ (coord.). **Direito das companhias**. Rio de Janeiro, Forense, 2009. v. 1, p. 215-274.

PEEL, Edwin. The common law tradition: application of boilerplate clauses under English law. *In*: CORDERO-MOSS, Giuditta (ed.). **Boilerplate clauses, international commercial contracts and the applicable law**. Cambridge: Cambridge University Press, 2011. p. 129-178.

PEEL, Edwin. **Treitel: the law of contract**. 14<sup>th</sup> ed. London: Sweet & Maxwell, 2015.

PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de direito civil**. 17. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2013. v. 3.

PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de direito civil**. 21. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2005. v. 1.

PEREIRA, Guilherme Döring Cunha. **Alienação de poder de controle acionário**. São Paulo: Saraiva, 1995.

PERERA, Ángel Carrasco. Manifestaciones y garantías y responsabilidad por incumplimiento. *In*: ARJONA, José María Álvarez; \_\_\_\_\_ (dir.). **Fusiones y adquisiciones de empresas**. Cizur Menor: Aranzadi, 2004. p. 257-308.

PHILLIPS, John; RUNNICLES, Julian; SCHWARTZ, Jeffery. Navigating trans-atlantic deals: warranties, disclosure and material adverse change. **Journal of Financial Regulation and Compliance**, Bingley, v. 15, n. 4, p. 472-481, 2007.

PIRES, Catarina Monteiro. **Aquisição de empresas e de participações acionistas: problemas e litígios**. Coimbra: Almedina, 2019.

PISTORELLI, Roberto. Le garanzie “analitiche” sulle voci della situazione patrimoniale di riferimento. *In*: BONELLI, Franco; DE ANDRÉ, Mauro (org.). **Acquisizioni di società e di pacchetti azionari di riferimento**. Milano: Giuffrè, 1990. p. 155-167.

PIVA, Luciano Zordan. **O *earn-out* na compra e venda de empresas**. São Paulo: Quartier Latin, 2019.

POMAR, Fernando Gómez. El incumplimiento contractual en derecho español. **InDret**, Barcelona, n. 3/2007, 2007. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=1371488>. Acesso em: 17 jul. 2019.

POMAR, Fernando Gómez; SALDAÑA, Marian Gili. Las manifestaciones y garantías en los contratos de compraventa de empresas. *In*: QUETGLAS, Rafael Sebastián (dir.); LUNA, Martín Jordano (coord.). **Manual de fusiones y adquisiciones de empresas**. Las Rozas: Wolters Kluwer, 2016. p. 417-447.

PONS, Luc. Les garanties conventionnelles. **Journal des Sociétés**, Paris, n. 60, p. 52-59, 2008.

PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. Nº 201 – Parecer sobre compra-e-venda de ações de banco e responsabilidade contratualmente assumida, em termos explícitos e restritos, pelo vendedor e atos ilícitos de outrem (19 de janeiro de 1970). *In*: \_\_\_\_\_. **Dez anos de pareceres**. Rio de Janeiro: Livraria Francisco Alves Editora, 1976. v. 8, p. 34-47.

PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. **Tratado de direito privado**. Rio de Janeiro: Borsoi, 1954. t. 1.

PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. **Tratado de direito privado**. Rio de Janeiro: Borsoi, 1954. t. 3.

PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. **Tratado de direito privado**. Rio de Janeiro: Borsoi, 1954. t. 4.

PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. **Tratado de direito privado**. Rio de Janeiro: Borsoi, 1955. t. 5.

PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. **Tratado de direito privado**. 2. ed. Rio de Janeiro: Borsoi, 1958. t. 22.

PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. **Tratado de direito privado**. Rio de Janeiro: Borsoi, 1962. t. 39.

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

POSNER, Eric A.; EGGLESTON Karen; ZECKHAUSER, Richard. The design and interpretation of contracts: why complexity matters. **Northwestern University Law Review**, Chicago, v. 95, n. 1, p. 91-132, 2000.

POSNER, Richard A. The law and economics of contract interpretation. **Texas Law Review**, Austin, v. 83, n. 6, p. 1581-1614, 2005.

POTHIER, Robert-Joseph. **Traité des obligations**. Orleans: Rouzeau-Montaut, 1761. t. 1.

PRESAS, Ana Soler. Tratamiento jurídico de la frustración tras la adquisición de una empresa. **Anuario de Derecho Civil**, Madrid, v. 67, n. 1, p. 81-111, 2014.

QUAINTANCE JR., Robert F. Can you sandbag?. **Private Equity Report**, New York, v. 2, n. 2, p. 1 e 18-20, 2002.

RADJAI, Noradèle. Claims for breach of representations and warranties. *In*: POULTON, Edward (ed.). **Arbitration of M&A transactions: a practical global guide**. London: Globe Law and Business, 2014. p. 325-342.

REUTERS. **Global M&A volumes hit record in 2021, breach \$ 5 trillion for the first time**. 2021. Disponível em: <https://www.reuters.com/markets/us/global-ma-volumes-hit-record-high-2021-breach-5-trillion-first-time-2021-12-31/>. Acesso em: 9 nov. 2022.

RIBES, Miguel Gimeno. **La protección del comprador en la adquisición de empresa: estudio comparado de los ordenamientos español y alemán**. Granada: Comares, 2013.

RODRIGUES, Silvio. **Direito civil**. 14. ed. São Paulo: Saraiva, 1985. v. 3.

RODRIGUES, Silvio. **Direito civil**. 15. ed. São Paulo: Saraiva, 1985. v. 1.

RODRIGUES, Silvio. **Direito civil**. 15. ed. São Paulo: Saraiva, 1985. v. 2.

RODRIGUES, Silvio. **Dos defeitos dos atos jurídicos**. 2. ed. São Paulo: Max Limonad, 1963. v. 1.

ROPPO, Enzo. **O contrato**. Tradução: Ana Coimbra e M. Januário C. Gomes. Coimbra: Almedina, 2009.

ROPPO, Vincenzo. **Il contratto**. Milano: Giuffrè, 2001.

RUBINO-SAMMARTANO, Mauro. **Garanzie nella compravendita di pacchetti azionari e di imprese**. Milano: Giuffrè, 2006.

RUSSO, Fábio Castro. Das cláusulas de garantia nos contratos de compra e venda de participações sociais de controlo. **Direito das Sociedades em Revista**, Coimbra, ano 2, v. 4, p. 115-136, 2010.

RUSSO, Fábio Castro. *Due diligence* e responsabilidade. *In*: VASCONCELOS, Pedro Pais de; ABREU, Jorge Manuel Coutinho de; DUARTE, Rui Pinto (org.). **I Congresso Direito das Sociedades em Revista**. Coimbra: Almedina, 2011. p. 13-26.

SABADIN, Mariana Guerra. **Autonomia privada e licença para mentir**: uma investigação sobre a possibilidade de limitação contratual da responsabilidade por dolo. 2015. Dissertação (Mestrado em Direito) – Escola de Direito de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2015.

SALATINO, Gregorio. “Patto di garanzia” nel contratto di acquisizione (“*Sale Purchase Agreement*”). **Giurisprudenza Commerciale**, Milano, v. 42, n. 5, p. 891-918, 2015.

SALDAÑA, Marian Gili. Compraventa de acciones: causa del contrato y remedios frente al incumplimiento de las manifestaciones y garantías. **InDret**, Barcelona, n. 2/2010, 2010. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=1639000>. Acesso em 26 Jun. 2019.

SALDAÑA, Marian Gili. Sentencia de 3 de septiembre de 2010: contrato de compraventa de acciones. Incumplimiento contractual. Remedios frente al incumplimiento de las cláusulas de manifestaciones y garantías. Efectos del conocimiento del comprador en los remedios frente al incumplimiento de las manifestaciones y garantías. Lucro cesante. Compraventa de sustitución o remplazo. **Cuadernos Civitas de Jurisprudencia Civil**, Cizur Menor, n. 86, p. 1075-1096, 2011.

SALOMÃO FILHO, Calixto. **A sociedade unipessoal**. São Paulo: Malheiros, 1995.

SANGIOVANNI, Valerio. Compravendita di partecipazione sociale e garanzie del venditore. **Notariato**, Milano, n. 2/2012, p. 203-213, 2012.

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. **Revista Brasileira de Direito Civil**, Belo Horizonte, v. 24, n. 2, p. 241-260, 2020.

SEPINUCK, Stephen L. The virtue of “represents and warrants”: another view. **Business Law Today**, Chicago, 2015. Disponível em: [https://www.americanbar.org/groups/business\\_law/publications/blt/2015/11/](https://www.americanbar.org/groups/business_law/publications/blt/2015/11/). Acesso em 23 dez. 2020.

SERFILIPPI, Claude. A New York lawyer in London: representations and warranties in acquisition agreements – what’s the big deal?. **Corporate Practice Newswire**, New York, Dec. 2012, p. 1-4, 2012.

SHADDEN, Stacey A. How to sandbag your opponent in the unsuspecting world of high stakes acquisitions. **Creighton Law Review**, Omaha, v. 47, n. 3, p. 459-475, 2014.

SILVA, Oscar Joseph de Plácido e. **Vocabulário jurídico**. 8. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1984. v. 8.

SILVA, Oscar Joseph de Plácido e. **Vocabulário jurídico**. 8. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1984. v. 2.

STARK, Tina L. Another view on reps and warranties. **Business Law Today**, Chicago, v. 15, n. 3, p. 1-2, 2006.

STARK, Tina L.; KUNEY, George W. Transactional skills training: contract drafting – the

basics. **Transactions: The Tennessee Journal of Business Law**, Knoxville, v. 10, n. 3, p. 139-177, 2009.

STEINER, Renata C. **Reparação de danos: interesse positivo e interesse negativo**. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

SUMMERS, Robert S.; HILLMAN, Robert A. **Contract and related obligation: theory, doctrine and practice**. 4<sup>th</sup> ed. St. Paul: West Group, 2001.

TELES, Antônio; DIAS, João Carmona. Garantia na alienação de empresas. *In*: CÂMARA, Paulo (coord.). **Aquisição de empresas**. Coimbra: Coimbra Editora, 2011. p. 65-105.

TEPEDINO, Gustavo. **Novos princípios contratuais e teoria da confiança: a exegese da cláusula to the best knowledge of the sellers** (opinião doutrinária). Rio de Janeiro, 2012. Disponível em: <http://www.tepedino.adv.br/wp/wp-content/uploads/2012/09/biblioteca13.pdf>. Acesso em: 1º jul. 2017.

THE YALE LAW JOURNAL, Editorial Board. Representations and warranties. **The Yale Law Journal**, New Haven, v. 17, n. 2, p. 117-119, 1907.

THOMPSON, Robert (ed.). **Sinclair on warranties and indemnities on share and asset sales**. 11<sup>th</sup> ed. London: Sweet & Maxwell, 2020.

TINA, Andrea. **Il contratto di acquisizione di partecipazioni societarie**. Milano: Giuffrè, 2007.

TRINDADE, Marcelo. *Sandbagging* e as falsas declarações em alienações empresariais. *In*: CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de; AZEVEDO, Luis André; HENRIQUES, Marcus de Freitas (coord.). **Direito societário, mercado de capitais, arbitragem e outros temas: homenagem a Nelson Eizirik**. São Paulo: Quartier Latin, 2020. v. 3, p. 91-104.

TZIRULNIK, Ernesto. Princípio indenitário no contrato de seguro. **Revista dos Tribunais**, São Paulo, v. 759, p. 89-121, 1999.

VICENTE, Dário Moura. **Direito comparado**. 4. ed. São Paulo: Almedina, 2018. v. 1.

WALD, Arnaldo. Dolo acidental do vendedor e violação das garantias prestadas. **Revista dos Tribunais**, São Paulo, v. 949, p. 95-103, 2014.

WEINBERGER, Alan M. Let the buyer be well informed? – doubting the demise of caveat emptor. **Maryland Law Review**, Baltimore, v. 55, n. 2, p. 387-424, 1996.

WEST, Glenn D.; LEWIS JR., W. Benton. Contracting to avoid extra-contractual liability – can your contractual deal ever really be the “entire” deal?. **The Business Lawyer**, Chicago, v. 64, n. 4, p. 999-1038, 2009.

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?. **The M&A Lawyer**, New York, v. 11, n. 1, p. 3-7, 2007.

WHITEHEAD, Charles K. Sandbagging: default rules and acquisition agreements. **Delaware Journal of Corporate Law**, Wilmington, v. 36, n. 3, p. 1081-1115, 2011.

YOUNGBLOOD JR., D. Hull; FLOCOS, Peter N. Drafting and enforcing complex indemnification provisions. **The Practical Lawyer**, Philadelphia, v. 56, n. 4, p. 21-37, 2010.