



**UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ**  
**FACULDADE DE DIREITO**  
**DEPARTAMENTO DE DIREITO PRIVADO**  
**GRADUAÇÃO EM DIREITO**

**LUIS AUGUSTO WANDSBERG ARAÚJO**

**AS PRINCIPAIS CAUSAS E ESTRATÉGIAS DE RESOLUÇÃO DAS DISPUTAS  
DECORRENTES DAS OPERAÇÕES DE M&A NO BRASIL**

**FORTALEZA**

**2023**

LUIS AUGUSTO WANDSBERG ARAÚJO

AS PRINCIPAIS CAUSAS E ESTRATÉGIAS DE RESOLUÇÃO DAS DISPUTAS  
DECORRENTES DAS OPERAÇÕES DE M&A NO BRASIL

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Curso de Direito da Faculdade de Direito da Universidade Federal do Ceará, como requisito parcial para a obtenção do título de Bacharel em Direito. Área de concentração: Direito Societário, Fusões & Aquisições e Resolução de Disputas

Orientador: Prof. Dr. João Luis Nogueira Matias.

FORTALEZA

2023

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação  
Universidade Federal do Ceará  
Sistema de Bibliotecas

Gerada automaticamente pelo módulo Catalog, mediante os dados fornecidos pelo(a) autor(a)

---

A69p Araújo, Luis Augusto Wandsberg.

As principais causas e estratégias de resolução das disputas decorrentes das operações de M&A no Brasil / Luis Augusto Wandsberg Araújo. – 2023.  
80 f.

Trabalho de Conclusão de Curso (graduação) – Universidade Federal do Ceará,  
Faculdade de Direito, Curso de Direito, Fortaleza, 2023.

Orientação: Prof. Dr. João Luis Nogueira Matias.

1. operações de M&A. 2. resolução de disputas. 3. arbitragem. 4. Poder Judiciário. I. Título.

CDD 340

---

LUIS AUGUSTO WANDSBERG ARAÚJO

AS PRINCIPAIS CAUSAS E ESTRATÉGIAS DE RESOLUÇÃO DAS DISPUTAS  
DECORRENTES DAS OPERAÇÕES DE M&A NO BRASIL

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Curso de Direito da Faculdade de Direito da Universidade Federal do Ceará, como requisito parcial para a obtenção do título de Bacharel em Direito. Área de concentração: Direito Societário, Fusões & Aquisições e Resolução de Disputas.

Aprovado em 05/12/2023

BANCA EXAMINADORA

---

Prof. Dr. João Luis Nogueira Matias (Orientador)  
Universidade Federal do Ceará (UFC)

---

Prof. Me. Ricardo Antônio Maia de Moraes Júnior (Examinador)  
Centro Universitário 7 de Setembro (UNI7)

---

Prof. Me. George Felício Gomes de Oliveira (Examinador)  
Doutorando em direito pela Universidade Federal do Ceará (UFC)

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço a todos aqueles que de certo modo contribuíram na jornada da minha graduação, desde simples palavras de motivação até o auxílio nos feitos mais desafiadores. Inúmeras foram as mãos que me ajudaram a construir o caminho até aqui.

Em primeiro lugar, agradeço ao Senhor Deus, manifesto na imagem perfeita de seu filho, Cristo Jesus. Reconheço a sua boa mão e a sua graça ao guiar os meus passos e ao me dar forças durante os momentos difíceis. A Ele toda honra e toda glória, ontem, hoje e para sempre.

Agradeço a minha família, especialmente na figura dos meus pais e da minha irmã. Ao meu pai, por todo o suporte e carinho que sempre recebi, principalmente nestes últimos dias, sem ele isso seria impossível. À minha mãe, que sempre se sacrificou pela minha educação, com muito amor e sem nunca reclamar. À minha irmã, exemplo de força e coragem, por sempre me transmitir a certeza de que tudo ficaria bem. Sou grato e amo todos vocês.

Agradeço ao professor João Luis, não somente pelas orientações valiosas a este trabalho, mas também por ter sido o professor que, com certeza, mais influenciou o meu direcionamento profissional. As aulas que recebi, ainda no quarto semestre, me geraram enorme interesse nas matérias comerciais, consequência do compromisso e da dedicação de quem ministra aulas com tamanha excelência. É uma grande honra tê-lo como orientador. Também agradeço aos professores Ricardo Maia e George Felicio por aceitarem compor a banca examinadora, tenho certeza de que terei de receber contribuições valiosas de ambos.

Agradeço aos meus supervisores no programa de estágio do R. Amaral Advogados, verdadeiros exemplos de grandes profissionais. Ao André Andrade, por sempre me motivar a buscar mais conhecimento, foi em uma de nossas conversas que surgiu o plano de fundo deste trabalho. À Jéssica Dias, que com excelência, me ensina todos os dias um novo aspecto do mundo das fusões e aquisições. Sou grato pelos dois e por toda a nossa equipe.

Aproveito para agradecer também aos amigos Matheus Rodrigues e Luana Nantua, companheiros de muitos dos desafios que enfrentei ao longo desses anos na Faculdade de Direito. Por fim, agradeço ao projeto e a todos os membros da Liga de Arbitragem da UFC, que me proporcionaram as melhores experiências da graduação. Sem vocês, jamais seria o que eu sou hoje.

## RESUMO

O termo M&A decorre da expressão anglo-saxã Mergers and Acquisitions, traduzida para o português como Fusões e Aquisições, sendo usada no meio corporativo para descrever todas as operações nas quais empresas buscam expandir, consolidar ou reestruturar suas atividades por meio da combinação de negócios com outras organizações. O presente trabalho tem como objetivo analisar o cenário em que as disputas costumam surgir em decorrência das Operações de M&A no Brasil, destacando as principais causas de litígios e as respectivas formas de solucioná-los, seja por via judicial ou arbitral. São variadas as causas que podem fomentar um litígio em operações de M&A, muito em razão de fatores específicos deste tipo de operação, dentre as quais merecem destaque o choque entre tradições jurídicas distintas, a assimetria de informação, o dolo negocial, as discussões relativas ao preço, os entraves ao fechamento da operação e a obrigação de realizar oferta pública de aquisição de ações. A arbitragem é o principal destino de resolução das disputas provenientes dos contratos de M&A, muito em razão das vantagens que oferece, porém a influência do Poder Judiciário também não pode ser desprezada, principalmente porque atua em cooperação com os procedimentos arbitrais e, com a experiência de varas especializadas em direito empresarial, mostra que pode conferir certa eficiência na recepção de demandas comerciais. Dentre os fatores que podem ser apontados para evitar o surgimento de litígios em decorrência das operações de M&A, tem-se como um dos mais relevantes a redação precisa de um contrato de M&A, também se mostra especialmente relevante o cuidado com a estipulação da cláusula de soluções de controvérsias, fundamental para a gestão eficiente dos litígios que se façam inevitáveis. Este estudo foi embasado em uma abordagem metodológica mista, compreendendo tanto a pesquisa bibliográfica quanto a documental, permitindo não apenas um entendimento teórico, mas também uma visão prática sobre o assunto. Com o presente trabalho, foi possível identificar as causas mais comuns de disputas em operações de M&A no Brasil e concluir que a arbitragem ainda se mostra como o meio mais eficaz para a solução de tais impasses.

**Palavras-chave:** operações de M&A; resolução de disputas; arbitragem; Poder Judiciário.

## **ABSTRACT**

The acronym M&A is derived from the anglo-saxon expression Mergers and Acquisitions, which can be translated to Portuguese as Fusões e Aquisições, and it is widely used in the corporate world to describe the processes where companies seek to expand, consolidate, or restructure their operations through business combinations with other organizations. This study aims to analyze the scenario in which disputes typically arise from M&A transactions in Brazil, highlighting the main causes of litigation and their respective resolution methods, either through judicial or arbitral means. The causes of litigation in M&A transactions can be many, often due to specific factors inherent in these types of transactions. Notably, these include clashes between different legal traditions, information asymmetry, fraudulent negotiation, disagreements over transaction pricing, challenges to the closing of the operation, and even the obligation to make a public acquisition offer for shares. Arbitration is the main method for resolving disputes arising from M&A contracts, largely due to its advantages. However, the influence of the Judicial Branch cannot be overlooked, especially since it cooperates with arbitration procedures and, considering the experience of specialized commercial law courts, the judiciary branch can also offer some efficiency in handling commercial claims. Among the factors that can prevent litigation arising from M&A transactions, the precise drafting of an M&A contract is one of the most relevant factors to be considered. Also, the drafting of the dispute resolution clause has its importance for the efficient management of inevitable disputes. This study was grounded in a mixed methodological approach, encompassing both bibliographic and documentary research, allowing for not only a theoretical understanding but also a practical view of the subject. The research identifies common causes of disputes derived from Brazilian M&A transactions and concludes that arbitration remains as the most effective means for resolving such issues.

**Keywords:** M&A transactions; dispute resolution; arbitration; judicial branch.

## LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

CAM	Câmara de Arbitragem do Mercado
CAMARB	Câmara de Mediação e Arbitragem Empresarial – Brasil
CAM-CCBC	Centro de Arbitragem e Mediação da Câmara de Comércio Brasil-Canadá
CC/2002	Código Civil de 2002
CCBC	Câmara de Comércio Brasil-Canadá
CNJ	Conselho Nacional de Justiça
CPC/15	Código de Processo Civil de 2015
CRFB/88	Constituição da República Federativa do Brasil de 1988
CTN	Código Tributário Nacional
EBITDA	Earning Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization
F&A	Fusões e Aquisições
LAJIDA	Lucros Antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização
LRF	Lei de Recuperação e Falências
LSA	Lei das Sociedades por Ações
M&A	Mergers and Acquisitions
MoU	Memorando de Entendimentos
OPA	Oferta Pública de Aquisições
SBDC	Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência
SPA	Share Purchase Agreement
SPE	Sociedade de Propósito Específico
TJ/SP	Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo

## SUMÁRIO

<b>1</b>	<b>INTRODUÇÃO</b>	10
<b>2</b>	<b>AS OPERAÇÕES DE M&amp;A</b>	13
<b>2.1</b>	<b>Os principais objetivos das operações de fusões e aquisições</b>	15
<i>2.1.1</i>	<i>Sinergia</i>	16
<i>2.1.2</i>	<i>Aumento do poder de mercado</i>	17
<i>2.1.3</i>	<i>Diversificação e acesso à mercados</i>	17
<i>2.1.4</i>	<i>Inovação</i>	18
<i>2.1.5</i>	<i>Defesa</i>	19
<i>2.1.6</i>	<i>Substituição de gestão ineficiente</i>	20
<i>2.1.7</i>	<i>Retorno de Investimento</i>	21
<i>2.1.8</i>	<i>Capitalização</i>	22
<b>2.2</b>	<b>As principais estruturas adotadas</b>	22
<i>2.2.1</i>	<i>Fusão</i>	23
<i>2.2.2</i>	<i>Incorporação</i>	24
<i>2.2.3</i>	<i>Cisão</i>	26
<i>2.2.4</i>	<i>Aquisição secundária e primária de participação societária</i>	27
<i>2.2.5</i>	<i>Joint-Ventures</i>	28
<i>2.2.6</i>	<i>Aquisição e alienação de ativos</i>	29
<b>2.3</b>	<b>As etapas e contratos de uma operação de M&amp;A</b>	30
<b>3</b>	<b>PRINCIPAIS CAUSAS DE DISPUTAS EM OPERAÇÃO DE M&amp;A</b>	35
<b>3.1</b>	<b>Aspectos culturais e o confronto entre tradições jurídicas</b>	36
<b>3.2</b>	<b>Assimetria de informações e o dolo negocial</b>	39
<b>3.3</b>	<b>Contratos imperfeitos e cláusulas de resolução de disputas</b>	41
<b>3.4</b>	<b>Ajustes de preço</b>	43
<b>3.5</b>	<b>Entraves ao fechamento da operação</b>	47
<b>3.6</b>	<b>Obrigatoriedade de realizar oferta pública de aquisição de ações (OPA)</b>	51
<b>4</b>	<b>SOLUÇÃO E PREVENÇÃO DAS DISPUTAS DE M&amp;A</b>	56
<b>4.1</b>	<b>Poder judiciário</b>	57
<i>4.1.1</i>	<i>Varas Judiciais Especializadas em Direito Empresarial</i>	59

<b>4.2</b>	<b>Arbitragem</b> .....	61
<b>4.2.1</b>	<i>As vantagens da arbitragem</i> .....	63
<b>4.3</b>	<b>A cooperação entre o judiciário e a arbitragem</b> .....	65
<b>4.4</b>	<b>A redação da cláusula de solução de controvérsias</b> .....	67
<b>4.5</b>	<b>A redação contratual como forma de evitar disputas</b> .....	69
<b>4.5.1</b>	<i>Fechamento da Operação</i> .....	69
<b>4.5.2</b>	<i>Declarações e garantias</i> .....	71
<b>4.5.3</b>	<i>Cláusulas que envolvam o preço</i> .....	72
<b>5</b>	<b>CONSIDERAÇÕES FINAIS</b> .....	74
	<b>REFERÊNCIAS</b> .....	76

## 1 INTRODUÇÃO

Segundo pesquisa realizada pela KPMG<sup>1</sup>, uma organização global de firmas independentes que prestam serviços profissionais de consultoria e auditoria empresarial, somente no ano de 2022 foram observadas 1.728 operações de fusões e aquisições relacionadas a empresas com operações no Brasil. Apesar do resultado indicar uma queda de 12% na quantidade de operações em 2022, ainda assim, esse foi o segundo melhor ano da série histórica, atrás somente de 2021, quando ocorreram 1.963 operações.

Tradicionalmente, o Brasil tem sido o país mais atrativo para as operações de M&A na América Latina, pois alguns fatores como a dimensão e a estabilidade do mercado nacional, a disponibilidade de recursos naturais e a localização estratégica colocam o país nesse patamar, em uma disputa bem acirrada com o México, conforme dados fornecidos pela KPMG<sup>2</sup>.

Diante desse cenário, observa-se que o Brasil está desenvolvendo um mercado aquecido e vibrante com relação às operações de M&A, que movimentam, anualmente, valores que ultrapassam a casa dos bilhões em reais. Segundo dados da plataforma Transational Trade Record<sup>3</sup>, somente nos meses de janeiro a outubro de 2023, o Brasil movimentou R\$ 178 bilhões, distribuídos entre 1.617 transações de M&A.

Contudo, para aqueles que atuam por trás das operações de fusões e aquisições, há uma ideia geral de que a maior parte das transações de M&A tendem ao fracasso. Segundo pesquisa publicada pela Harvard Business Review<sup>4</sup>, entre 70% a 90% das operações de M&A costumam dar errado. Algumas razões de cunho administrativo e financeiro podem ser elencadas para o fracasso de uma operação de M&A, dentre elas podem ser citadas a avaliação inadequada das demonstrações financeiras da empresa e as consequentes perdas financeiras; a incompatibilidade entre as culturas corporativas das empresas envolvidas e falhas no planejamento e execução da integração dos negócios.

---

<sup>1</sup> Estudo da KPMG analisa mercado de fusões e aquisições. Pesquisa Fusões e Aquisições 2022 – 4º trimestre. **KPMG**. Disponível em: [https://kpmg.com/br/pt/home/insights/2023/04/estudo-kpmg-analisa-mercado-fusoes-aquisicoes.html#:~:text=O%20estudo%20revelou%20que%20os,%3B%20e%20educa%C3%A7%C3%A3o%20\(53\)%3B](https://kpmg.com/br/pt/home/insights/2023/04/estudo-kpmg-analisa-mercado-fusoes-aquisicoes.html#:~:text=O%20estudo%20revelou%20que%20os,%3B%20e%20educa%C3%A7%C3%A3o%20(53)%3B). Acesso em: 20 nov. 2023.

<sup>2</sup> Pesquisa KPMG sobre fusões e aquisições na América Latina 2023. **KPMG**. Disponível em: <https://kpmg.com/br/pt/home/insights/2023/06/kpmg-2023-m-and-a-in-latam-survey.html>. Acesso em: 20 nov. 2023.

<sup>3</sup> TTR Data. Fusões e Aquisições movimentam BRL 178,0bi de Janeiro a Outubro de 2023. **TTR Data Blog**, 10 nov. 2023. Disponível em: <https://blog.ttrdata.com/category/market-reports/reports-brazil/>. Acesso em: 20 nov. 2023.

<sup>4</sup> KENNY, Graham. Don't Make This Common M&A Mistake. **Harvard Business Review**, 16 mar. 2020. Disponível em: <https://hbr.org/2020/03/dont-make-this-common-ma-mistake>. Acesso em: 20 nov. 2023.

Sob o ponto de vista jurídico, problemas como esses e o conseqüente fracasso de uma operação de M&A quase sempre podem ser transformados em litígios nas esferas judiciais e arbitrais.

Segundo dados da Câmara de Comércio Brasil-Canadá<sup>5</sup> (CCBC), uma das câmaras arbitrais mais relevantes do país, dos 105 casos de arbitragem registrados em 2020, 43,81% eram decorrentes de Contratos Societários, dentre os quais se destaca o Contrato de Compra e Venda de Participação Societária. Já no ano de 2021, dos 128 processos arbitrais registrados, 47,66% também se referiam a Contratos de M&A. Tais dados demonstram o protagonismo das disputas provenientes das transações de M&A no país.

Diante desse contexto, duas são as perguntas que se buscam responder por este trabalho; em primeiro lugar, quais são as principais causas de disputas em decorrência das operações de M&A no Brasil e, em segundo lugar, qual é a melhor maneira de solucioná-las e, até mesmo, evitá-las. Assim, compreendendo o modo pelo qual as disputas surgem e são solucionadas, será possível explorar considerações relevantes para os que se envolvem nestes tipos de operações, a exemplo de advogados, empreendedores, financistas e demais profissionais do mundo corporativo.

Para que estes questionamentos sejam respondidos, em primeiro lugar, importa estabelecer uma base conceitual sólida acerca das operações de M&A. No primeiro capítulo deste trabalho será fornecida a fundamentação conceitual para a compreensão do restante do trabalho, por meio da elucidação da terminologia utilizada para as estruturas operacionais mais utilizadas nas operações de M&A, suas finalidades e implicações jurídicas. Além disso, também serão abordados os principais motivadores dessas operações e as suas respectivas etapas, desde as tratativas negociais iniciais até o fechamento da operação.

Posteriormente, no segundo capítulo, serão analisadas as causas que contribuem para a ocorrência de litígios em operações de M&A. É fundamental que se analise, em profundidade, os fatores que frequentemente contribuem para o surgimento de disputas nas operações de reorganização societária, explorando o impacto de elementos como o confronto entre tradições jurídicas distintas; a assimetria de informações; a redação contratual imprecisa e o dolo negocial; divergências sobre o preço da transação; entraves ao fechamento e, até mesmo, a obrigatoriedade de realizar oferta pública de aquisição de ações (OPA).

---

<sup>5</sup> CENTRO DE ARBITRAGEM E MEDIAÇÃO DA CÂMARA DE COMÉRCIO BRASIL-CANADÁ. Relatório anual do CAM-CCBC – Centro de Arbitragem e Mediação. Relatório Anual 2019: Fatos e números. Disponível em: <https://ccbc.org.br/cam-ccbc-centro-arbitragem-mediacao/arbitragem-estatisticas/>. Acesso em: 20 nov. 2023.

No terceiro e último capítulo será investigado o modo pelo qual são solucionadas as disputas decorrentes das operações de M&A e se é possível evitá-las, ou, pelo menos, diminuir as chances de ocorrência. Assim, o foco da discussão será uma análise comparativa entre as características da arbitragem e do poder judiciário e como o mercado percebe a atuação de cada jurisdição. Além disso, também serão propostas algumas recomendações para a redação dos contratos de M&A que podem ser adotadas para prevenção e resolução eficaz de eventuais litígios, fornecendo orientações práticas para empresas, profissionais do setor jurídico e outras partes interessadas.

Este estudo foi embasado em uma abordagem metodológica mista, compreendendo tanto a pesquisa bibliográfica quanto a documental. A abordagem bibliográfica permitiu uma compreensão ampla e aprofundada do tema, garantindo a credibilidade acadêmica e a relevância do estudo. A pesquisa documental, por sua vez, proporcionou uma visão prática e atualizada sobre as operações de M&A no Brasil.

A pesquisa bibliográfica foi realizada através da análise de literatura acadêmica confiável, englobando livros e artigos científicos. O foco foi direcionado para obras que discutem o direito empresarial e operações de M&A. Complementar à pesquisa bibliográfica, foi realizada uma pesquisa documental, na qual foram coletados e analisados documentos que constituem fontes primárias. Esses documentos incluem leis, julgados e ementas arbitrais.

## 2 AS OPERAÇÕES DE M&A

M&A é a sigla decorrente da expressão anglo-saxã Mergers and Acquisitions, que em português passou a ser traduzida como Fusões e Aquisições (F&A). Quando se fala em operações de M&A, ou simplesmente, operações de fusões e aquisições, remete-se a identificação de todas as operações nas quais empresas buscam expandir, consolidar ou reestruturar suas atividades por meio da combinação de negócios com outras organizações.

Segundo Sérgio Botrel<sup>6</sup>, o que caracteriza uma operação de fusão e aquisição é a sua finalidade, qual seja, servir de instrumento para implementação de estratégias de (i) crescimento para uma maior participação no mercado ou maior valor de empresa, (ii) estabilidade para concentração de forças na melhoria da produtividade e na inovação de empresas existentes ou, ainda, (iii) na redução das atividades quando há baixo desempenho ou quando há risco para a continuidade da própria empresa.

Desta caracterização se depreende que as operações de M&A podem servir a variados propósitos, desde o crescimento da atividade empresarial, sua manutenção e, até mesmo, sua sobrevivência.

De igual modo, Samanta Mitiko Mizoguti<sup>7</sup> ao entender que as operações de M&A podem ser compreendidas como conjunto de medidas de crescimento externo ou compartilhado adotadas por uma empresa, ressalta o aspecto das suas finalidades sob o ponto de vista legal, ressaltando que muitas das operações que estão englobadas dentro da definição de operação de M&A estão incluídas no conceito de ato de concentração previsto no art. 90 da Lei 12.529/2011<sup>8</sup>.

Em consequência desse amplo leque de possibilidades em uma operação de fusões e aquisições, a sigla M&A já é amplamente usada no vocabulário corporativo brasileiro para designar as mais variadas estruturas de reorganização societária. Para além das operações clássicas, tais como incorporações, fusões e cisões, o termo também serve para designar uma

---

<sup>6</sup> COUTINHO, Sérgio Mendes Botrel. **Fusões e aquisições**. 5. ed. São Paulo: Editora Saraiva, 2017. e-book. ISBN 9788547222253. Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788547222253/>. Acesso em: 15 nov. 2023. p. 23-24.

<sup>7</sup> MIZOGUTI, Samanta Mitiko. **Fusões e Aquisições: efeitos jurídicos das negociações**. São Paulo, Editora Almedina (Portugal), 2022. p. 26. (Coleção IDiP)

<sup>8</sup> Lei nº 12.529, de 30 de novembro de 2011. (...) Art. 90. Para os efeitos do art. 88 desta Lei, realiza-se um ato de concentração quando: I - 2 (duas) ou mais empresas anteriormente independentes se fundem; II - 1 (uma) ou mais empresas adquirem, direta ou indiretamente, por compra ou permuta de ações, quotas, títulos ou valores mobiliários conversíveis em ações, ou ativos, tangíveis ou intangíveis, por via contratual ou por qualquer outro meio ou forma, o controle ou partes de uma ou outras empresas; III - 1 (uma) ou mais empresas incorporam outra ou outras empresas; ou IV - 2 (duas) ou mais empresas celebram contrato associativo, consórcio ou joint venture

complexa variedade de outras estruturas, como a compra e venda de participação societária, alienação de ativos empresariais, formação de *joint ventures*, dentre outras modalidades de combinação de negócios<sup>9</sup>.

Apesar da vasta utilização da sigla M&A para designar tais operações, é válido fazer uma breve ressalva quanto à irregularidade, sob o ponto de vista técnico, da tradução já consagrada de Mergers & Acquisitions para o português Fusões e Aquisições. Tal atecnia se dá porque o termo “*merger*”, não significa o instituto da fusão, tal como o conhecemos pelo artigo 228 da Lei das Sociedades por Ações (LSA)<sup>10</sup>, mas, antes, o da Incorporação, nos termos do Art. 227 da LSA<sup>11</sup>. Assim, o termo em inglês mais apropriado para fusões seria a expressão *consolidation*<sup>12</sup>.

Sob o ponto de vista do direito americano, com a fusão (*consolidation*) ocorre a união de duas sociedades, surgindo uma nova sociedade, enquanto deixam de existir as sociedades originárias. Por outro lado, com a incorporação (*merger*), a sociedade incorporadora continua existindo ao passo que a sociedade incorporada deixa de existir<sup>13</sup>. As características de cada tipo de operação serão abordadas com mais detalhes posteriormente, no subtópico 2.2.

Feita esta ressalva, para além dos aspectos idiomáticos, entende-se que na prática o conceito de operações de fusões e aquisições, ou, simplesmente, operações de M&A, possui um sentido amplo, servindo mais ao propósito de identificar em um contexto corporativo todas as operações, muitas vezes complexas, que envolvem a combinação de negócios nos círculos empresariais e financeiros.

Já com relação ao contexto legislativo, tem-se que as normas sobre direito contratual e direito societário são as mais relevantes para nortear as operações de M&A no Brasil. Tais normas, por sua vez, estão sujeitas aos princípios gerais da Constituição Federal (CRFB/88)<sup>14</sup>.

---

<sup>9</sup> NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. **Direito Societário Avançado**. Rio de Janeiro: FGV Direito Rio, 2015. p. 177.

<sup>10</sup> Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. (...) Art. 228. A fusão é a operação pela qual se unem duas ou mais sociedades para formar sociedade nova, que lhes sucederá em todos os direitos e obrigações.

<sup>11</sup> Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. (...) Art. 227. A incorporação é a operação pela qual uma ou mais sociedades são absorvidas por outra, que lhes sucede em todos os direitos e obrigações.

<sup>12</sup> CASTRO, Marcílio Moreira de. **Dicionário de direito, economia e contabilidade: português-inglês/ inglês-português = Dictionary of law, economics and accounting: portuguese-english / english-portuguese**. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2013.

<sup>13</sup> Technically a merger of corporation A into corporation B means that corporation B survives, and corporation A disappears, while in a consolidation of corporation A and corporation B, both corporations disappear and a new corporation C is created. (HAMILTON, Robert. W. **The Law of Corporations**. 5th ed. West Group. ISBN 0-314-24132-9. 2000. p. 616.)

<sup>14</sup> BRASIL. Constituição (1988). **Constituição da República Federativa do Brasil**. Brasília, DF, 1998. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/constituicao/constituicaoconsolidado.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicaoconsolidado.htm). Acesso em: 21 nov. 2023.

O Código Civil (CC/2002)<sup>15</sup> traz as diretrizes mais importantes para as matérias contratuais e, também, regula a formação e a operação das sociedades empresariais, em especial a sociedade limitada. Já a LSA<sup>16</sup> regula a atuação e formação das sociedades por ações<sup>17</sup>.

Outras leis também possuem especial relevância para as operações de reorganização societária, dentre elas podemos citar a Lei nº 12.529/2011<sup>18</sup>, que estrutura o Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência, bem como o Código Tributário Nacional (CTN)<sup>19</sup>.

Para os objetivos do presente trabalho, a Lei de Arbitragem<sup>20</sup> e o Código de Processo Civil<sup>21</sup> também merecem ser destacadas, dada a sua importância processual, vez que fornecem as principais normas procedimentais para os mecanismos de resolução de disputas que iremos abordar.

## 2.1 Os principais objetivos das operações de fusões e aquisições

Muitas podem ser as razões que levam as empresas a combinarem negócios e a buscarem novas formas de organização. Tanto compradores quanto vendedores buscam

<sup>15</sup> BRASIL. **Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002.** Institui o Código Civil. Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil, Brasília, DF, 11 jan. 2002. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/2002/110406compilada.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406compilada.htm). Acesso em: 21 nov. 2023.

<sup>16</sup> BRASIL. **Lei nº 6.404, de 15 de novembro de 1976.** Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil, Brasília, DF, 17 dez. 1976. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/16404consol.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16404consol.htm). Acesso em: 21 nov. 2023.

<sup>17</sup> FIGUEIREDO, Rodrigo Ferreira. **Brazil Negotiated M&A Guide 2022.** p. 3. Disponível em: <https://www.ibanet.org/document?id=Corporate-m-a-minority-Brazil-22>. Acesso em: 20 nov. 2023.

<sup>18</sup> BRASIL. **Lei nº 12.529, de 30 de novembro de 2011.** Estrutura o Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência; dispõe sobre a prevenção e repressão às infrações contra a ordem econômica; altera a Lei nº 8.137, de 27 de dezembro de 1990, o Decreto-Lei nº 3.689, de 3 de outubro de 1941 - Código de Processo Penal, e a Lei nº 7.347, de 24 de julho de 1985; revoga dispositivos da Lei nº 8.884, de 11 de junho de 1994, e a Lei nº 9.781, de 19 de janeiro de 1999; e dá outras providências. Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil, Brasília, DF, 01 nov. 2011. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2011-2014/2011/lei/112529.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2011/lei/112529.htm). Acesso em: 21 nov. 2023.

<sup>19</sup> BRASIL. **Lei nº 5.172, de 25 de outubro de 1966.** Dispõe sobre o Sistema Tributário Nacional e institui normas gerais de direito tributário aplicáveis à União, Estados e Municípios. Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil, Brasília, DF, 27 out. 1966. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/15172compilado.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/15172compilado.htm). Acesso em: 21 nov. 2023.

<sup>20</sup> BRASIL. **Lei nº 9.307, de 23 de setembro de 1996.** Dispõe sobre a arbitragem. Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil, Brasília, DF, 17 dez. 1976. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/19307.htm#:~:text=LEI%20N%C2%BA%209.307%2C%20DE%2023,Disp%C3%B5e%20sobre%20a%20arbitragem.&text=Art.%201%C2%BA%20As%20pessoas%20capazes,r elativos%20a%20direitos%20patrimoniais%20dispon%C3%ADveis.&text=Art.%202%C2%BA%20A%20arbi tragem%20poder%C3%A1,eq%C3%BCidade%2C%20a%20crit%C3%A9rio%20das%20partes](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/19307.htm#:~:text=LEI%20N%C2%BA%209.307%2C%20DE%2023,Disp%C3%B5e%20sobre%20a%20arbitragem.&text=Art.%201%C2%BA%20As%20pessoas%20capazes,r elativos%20a%20direitos%20patrimoniais%20dispon%C3%ADveis.&text=Art.%202%C2%BA%20A%20arbi tragem%20poder%C3%A1,eq%C3%BCidade%2C%20a%20crit%C3%A9rio%20das%20partes). Acesso em: 21 nov. 2023.

<sup>21</sup> BRASIL. **Lei nº 13.105, de 16 de março de 2015.** Código de Processo Civil. Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil, Brasília, DF, 17 mar. 2015. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2015-2018/2015/lei/113105.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2015/lei/113105.htm). Acesso em: 21 nov. 2023.

vantagens específicas nessas transações, o que também vale para empresas que desejam se unir por meio de uma operação, em que necessariamente, não haja o polo vendedor ou comprador, a exemplo de uma fusão ou de uma cisão. Este subtópico irá explorar os principais motivadores dessas operações, destacando o que cada parte busca alcançar e os potenciais benefícios que podem ser obtidos.

### 2.1.1 Sinergia

A sinergia é um dos principais motivadores nas operações de M&A. Ela representa o potencial de ganhos que podem surgir da combinação de duas estruturas similares ou que possuem redundâncias. Isso permite o aumento da eficiência sem acréscimo de custos<sup>22</sup>.

Os ganhos decorrentes de sinergias costumam ser integrados ao plano de negócios e utilizados para o cálculo interno do investimento e a consequente tomada de decisão. Quando os ganhos econômicos resultam do uso combinado dos ativos das empresas anteriormente separadas, eles são frequentemente chamados de ganhos sinérgicos. Em outras palavras, a sinergia é a noção simplista de que a combinação de dois negócios cria um valor maior do que se fossem operados separadamente, ou seja, a ideia de que  $2 + 2 = 5$ <sup>23</sup>.

Essas sinergias podem decorrer de economias de escala, integração vertical, economias de escopo e poder de mercado. As economias de escala se referem à redução dos custos médios à medida que a produção aumenta. A integração vertical permite que uma empresa controle mais do que uma etapa da cadeia de suprimentos, enquanto as economias de escopo se referem à eficiência alcançada pela produção de mais tipos de produtos. O poder de mercado se refere à capacidade de uma empresa influenciar o preço do produto no mercado<sup>24</sup>.

Exemplo dos impactos de uma operação de M&A voltada à sinergia ocorre quando instituições financeiras conseguem aumentar sua base de clientes e sua atuação, sem que seja necessário aumentar os custos fixos existentes antes da transação. No mercado brasileiro, a consolidação do setor bancário evidencia essa ideia. A união do Itaú com o Unibanco e a aquisição do Banco ABN Amro Real pelo Santander são exemplos dessa estratégia<sup>25</sup>.

---

<sup>22</sup> CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de. **Regime jurídico das reorganizações**: a necessária distinção das reorganizações societárias, empresariais e associativas para proteção jurídica do investimento privado. 2015. 273 f. Tese (Doutorado em Direito) - Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2015.

<sup>23</sup> “when the economic gains result from changes in the combined use of assets of the previously separate firms, they are often called synergistic gains ( $2+2=5$ )” (THOMPSON, Robert B. **Mergers and Acquisitions**: Law and Finance. New York: Aspen Publishers, 2010. p. 11. Aspen Casebook Series).

<sup>24</sup> THOMPSON, *loc. cit.*

<sup>25</sup> COUTINHO, *op. cit.* p. 34.

### ***2.1.2 Aumento do poder de mercado***

O aumento do poder de mercado também pode ser um motivador significativo por trás das operações de M&A. Como mencionado por Sérgio Botrel<sup>26</sup>, existem três fontes principais de poder de mercado: diferenciação do produto, barreiras à entrada e participação de mercado.

A diferenciação do produto permite que uma empresa se destaque em um mercado competitivo. As empresas podem usar a diferenciação do produto para criar uma percepção de valor único aos olhos dos consumidores, o que pode permitir que elas cobrem preços mais altos.

As barreiras à entrada são fatores que dificultam a entrada de novos concorrentes em um mercado, o que pode se dar, por exemplo, com os altos custos para início das atividades, acesso limitado a tecnologia ou matérias-primas, regulamentações governamentais, entre outros aspectos. Ao adquirir uma empresa que já superou tais barreiras, a empresa adquirente pode ingressar em tais mercados sem, necessariamente, ter que superar todos esses entraves.

Por fim, a participação de mercado pode ser considerada como a porcentagem das vendas totais em um mercado detida por uma empresa específica. Uma maior participação de mercado pode dar à empresa mais influência sobre os preços e maior visibilidade entre os consumidores.

### ***2.1.3 Diversificação e acesso à mercados***

A diversificação e o acesso a novos mercados podem ser motivadores relevantes para a realização de operações de M&A, uma vez que há a possibilidade de que empresas entrem em novos nichos, ramos de negócio e territórios, além de permitir que fortaleçam seu portfólio com produtos de maior valor agregado.

Como mencionado por Rodrigo de Castro<sup>27</sup>, o acesso a novos mercados é, frequentemente, um dos principais motivos para a realização de reorganizações. Este acesso pode representar a expansão da atuação de uma empresa dentro de uma determinada região ou país, ou a iniciativa de explorar novos territórios. Isso pode iniciar uma nova trajetória empresarial, permitindo o aproveitamento da estrutura, recursos e ativos já empregados naquele segmento.

---

<sup>26</sup> COUTINHO, *op. cit.* p. 35.

<sup>27</sup> CASTRO, *op. cit.* p. 140.

Este movimento pode ocorrer sob quase qualquer forma, seja através de negócios horizontais, verticais, conglomerados ou sob a modalidade de investimento transitório. Com o acesso a um novo mercado, o empresário poderá oferecer seus produtos ou serviços a consumidores ou clientes que se somam à base anterior, antes distantes de sua área de atuação. Isso aumenta a capacidade de geração de negócios, receitas e lucros.

Desse modo, segundo Sérgio Botrel<sup>28</sup>, é teoricamente mais fácil e mais barato comprar um *market share* do que construí-lo. Um bom exemplo disso foi a aquisição da Nissan pela Renault, transação na qual a Renault passou a controlar uma rede de distribuição que lhe permitiu acesso ao mercado asiático.

#### **2.1.4 Inovação**

São comuns as transações nas quais empresas buscam adquirir acesso a novas tecnologias e inovações por meio da aquisição de outras empresas que detêm conhecimentos, patentes ou ativos valiosos.

Ao adquirir uma empresa referência em tecnologia ou inovação em seu setor, a empresa compradora pode acelerar seu próprio processo de inovação. Isso permite que ela permaneça competitiva em um mercado em constante evolução e atenda às crescentes demandas dos clientes por produtos e serviços mais avançados.

Além disso, as aquisições no campo da inovação podem resultar em sinergias significativas, pois a empresa compradora pode combinar seu conhecimento e recursos com os da empresa adquirida para criar soluções revolucionárias e disruptivas. Essas operações também podem acelerar o tempo de chegada ao mercado para novos produtos e serviços, o que é crucial em setores altamente competitivos.

A aquisição da Zee.Dog pela rede brasileira Petz<sup>29</sup> por R\$ 715 milhões é um exemplo de como a busca por novas tecnologias e inovações pode motivar operações de M&A. Essa transação permitiu à Petz incorporar a avançada tecnologia de vendas e entrega rápida da Zee.Dog, especialmente por meio do aplicativo Zee.Now, potencializando a capacidade de atendimento e distribuição da Petz. Adicionalmente, a expertise da Zee.Dog em *branding* e desenvolvimento de produtos digitais ofereceu à Petz uma oportunidade única de expandir sua

---

<sup>28</sup> COUTINHO, *op. cit.* p. 37-38.

<sup>29</sup> SAMOR, Geraldo. BREAKING: Petz compra Zee.Dog por R\$ 715 milhões. **Brazil Journal**, 3 ago. 2021. Disponível em: <https://braziljournal.com/breaking-petz-compra-zeedog-por-r-715-milhoes/>. Acesso em: 20 nov. 2023.

presença no mercado pet, tanto no Brasil quanto internacionalmente, destacando a importância estratégica da inovação tecnológica em fusões e aquisições.

### **2.1.5 Defesa**

Em operações de M&A, a defesa é uma motivação que possui especial relevância, e ocorre em reação às medidas de crescimento que visam avançar sobre mercados já explorados, ao captar clientes que consomem produtos da concorrência<sup>30</sup>.

Evitar que concorrentes se fortaleçam ou alterem a correlação de forças competitivas no mercado é demasiadamente importante. Assim, a aquisição de empresas concorrentes ou partes de seu mercado-alvo não serve apenas ao propósito de crescimento, mas, também, ao propósito de defesa ao impedir que concorrentes façam o mesmo.

A aquisição proativa pode ser uma tática eficaz para manter ou melhorar a posição de mercado da empresa, consolidando sua influência e garantindo que ela permaneça como uma força dominante. Isso pode envolver a aquisição de empresas que representam ameaças em potencial ou a compra de participações em empresas-chave para bloquear movimentos estratégicos de concorrentes.

Para Olivier Meier e Guillaume Schier<sup>31</sup>, um movimento de reorganização societária pode resultar em quatro efeitos distintos, a saber: (i) efeitos diretos temporários; (ii) os efeitos diretos duráveis; (iii) os efeitos indiretos temporários; e (iv) os efeitos indiretos duráveis.

Os efeitos diretos temporários se dão quando, a partir de um movimento de reorganização societária, ocorre, temporariamente, a neutralização de um concorrente. Trata-se de um efeito de curto prazo, pois o mercado pode se ajustar ou outros concorrentes podem surgir com o tempo.

De outro modo, os efeitos diretos duráveis se dão com a eliminação total do concorrente, o que ocorre por meio da aquisição da empresa concorrente, que deixa de existir como uma entidade independente, tendo seus ativos, operações e marca absorvidos pela empresa adquirente.

Já com relação aos efeitos indiretos temporários, podem ser notados quando, em decorrência de uma operação de M&A, um concorrente decide não seguir adiante com uma

---

<sup>30</sup> CASTRO, *op. cit.* p. 137.

<sup>31</sup> MEIER, Olivier; SCHIER, Guillaume. **Fusions acquisitions: stratégie, finance, management.** Paris: Dunod, 2009. p. 29.

iniciativa planejada. Isso pode ocorrer porque a operação saturou o segmento de mercado que o concorrente estava visando, tornando menos atrativo ou viável seu ingresso ou expansão nesse segmento.

Por fim, tem-se os efeitos indiretos duráveis, os quais costumam ocorrer em resposta à operação visada, situação em que o concorrente pode decidir desenvolver e executar seu próprio projeto de M&A. Essa seria uma reação estratégica ao movimento da primeira empresa, buscando reforçar sua posição ou expandir-se em novas áreas do mercado.

Um exemplo de transação com aspectos concorrenciais significativos se deu com a aquisição da GVT pela Telefonica, com plano de integração da GVT à Vivo. Nesta operação um detalhe notável é que a Telecom Italia, da qual a Telefónica era acionista, controlava a TIM Participações no Brasil. Dado que a Telefónica, agora com Vivo e GVT, seriam concorrentes diretos da TIM, a relação apresentava potenciais conflitos de interesse e preocupações concorrenciais. Em razão disso, a Telefónica terminou sua parceria de sete anos com a Telecom Italia<sup>32</sup>.

### ***2.1.6 Substituição de gestão ineficiente***

Geralmente, a ineficiência na administração de uma empresa pode ser atribuída ou à falta de competência empresarial dos indivíduos que lideram a companhia ou à conduta dos acionistas controladores ou gestores, que buscam vantagens pessoais em detrimento dos interesses dos demais acionistas e partes interessadas<sup>33</sup>.

Estes dois cenários são classificados pela doutrina americana como a falta de (i) competência ou comprometimento (*misfeasance*); e de (ii) boa-fé para com a sociedade e sócios (*malfeasance*)<sup>34</sup>.

Desse modo, uma das motivações que podem impulsionar uma operação de M&A é a necessidade de substituir uma gestão ineficiente em uma empresa. Quando uma empresa está enfrentando problemas de desempenho devido a uma administração deficiente, operações de M&A podem ser usadas como uma forma de trazer uma nova equipe de gestão mais capacitada.

---

<sup>32</sup> VIDALON, Dominique; RUCINSKI, Tracy. Vivendi fecha acordo de US\$9,3 bi com Telefónica por GVT. **Exame Negócios**, 19 set. 2014. Disponível em: <https://exame.com/negocios/vivendi-fecha-acordo-de-us-9-3-bi-com-telefonica-por-gvt/>. Acesso em: 20 nov. 2023.

<sup>33</sup> COUTINHO, *op. cit.* p. 48.

<sup>34</sup> CASTRO, *op. cit.* p. 153.

Essa nova gestão pode trazer novas ideias, estratégias e práticas que ajudarão a empresa a superar seus desafios e a criar valor para os acionistas. Isso não apenas beneficia a empresa adquirente, mas também os acionistas da empresa-alvo, que podem ver um aumento no valor de suas ações devido à perspectiva de melhoria na gestão.

### ***2.1.7 Retorno de investimento***

A busca por geração de valor e retorno de investimento aos acionistas e/ou fundadores de um negócio, é um dos motivadores mais comuns para operações de fusões e aquisições (M&A), principalmente sob a perspectiva dos vendedores.

Muitas vezes, as empresas chegam a um ponto em que a continuidade dos negócios internamente atingiu seu potencial máximo de crescimento, ou o mercado não oferece mais oportunidades de expansão significativa.

Nesse cenário, os acionistas podem decidir que é o momento de obter o retorno do investimento feito na empresa, colhendo os benefícios de anos de trabalho e dedicação. A venda da empresa a um comprador interessado pode proporcionar um retorno substancial sobre o investimento inicial, dando aos acionistas a oportunidade de monetizar seus ativos. Essa motivação é especialmente relevante em empresas familiares ou pequenas empresas, onde os acionistas muitas vezes desejam realizar seus investimentos e aproveitar os frutos de seu trabalho.

Segundo Flávio Augusto<sup>35</sup>, empreendedor e escritor brasileiro, dentre as perspectivas futuras para uma empresa, 03 possibilidades se destacam: a primeira delas é o insucesso, marcado pela quebra devido a fatores como a imprevisibilidade do mercado ou incapacidade dos gestores; uma segunda possibilidade seria a sucessão, no caso de morte do proprietário, momento a partir do qual a empresa passa a ser gerida pelo herdeiro, que pode não estar preparado para guiar o negócio ou pode não ter o interesse verdadeiro em seguir com a atividade; por fim, uma terceira possibilidade seria a venda da empresa, cenário em que se cria um negócio do zero, e, em havendo crescimento e geração de valor, ao final se recebe o retorno dos investimentos feitos até então, antecipando, assim, anos de resultado.

Exemplo prático dessa terceira possibilidade foi experimentada pelo próprio Flávio Augusto. Em 2013, o empresário vendeu a rede de idiomas WiseUp por R\$ 939 milhões para a

---

<sup>35</sup> DA SILVA, Flávio Augusto. **Ponto de Inflexão**: uma decisão muda tudo. São Paulo: Buzz Editora, 2019. 1. ed. p. 132.

Abril Educação. Do montante obtido na transação, R\$ 240 milhões foram utilizados para adquirir o Orlando City, clube da liga americana de futebol, que, posteriormente, também foi vendido, em um acordo cujo valor estimado foi de R\$ 2,2 bilhões, no ano de 2021<sup>36</sup>.

### 2.1.8 Capitalização

A necessidade de capitalização também pode ser um motivador fundamental para que as empresas busquem realizar operações de M&A. Frequentemente, empresas necessitam de recursos adicionais para financiar o crescimento, investir em novos projetos, pagar dívidas ou enfrentar desafios financeiros.

Nessas situações, a venda parcial ou total da empresa pode ser uma estratégia eficaz para obter o capital necessário. Os compradores, muitas vezes, estão dispostos a investir em empresas que têm potencial de crescimento e que oferecem oportunidades de expansão de mercado.

Essa necessidade de capital pode surgir por diversos motivos, como a busca por oportunidades de expansão que exigem investimentos significativos, a necessidade de reestruturação financeira para lidar com dívidas existentes, ou mesmo para dar continuidade a projetos inovadores que requerem recursos substanciais.

Exemplo emblemático de uma transação na qual a capitalização foi um fator-chave ocorreu com a venda da operação brasileira do Walmart para o grupo de *private equity* Advent International em 2018. O Walmart precisava de capital para revitalizar suas operações no Brasil, que incluíam uma rede extensa de lojas, muitas das quais não estavam performando bem. Além disso, a companhia buscava uma reestruturação financeira e operacional que exigia investimentos significativos, algo que a Advent estava disposta a fornecer<sup>37</sup>.

## 2.2 As principais estruturas adotadas

Como já se viu, podem ser inúmeras as razões por trás de uma operação de M&A. Dentro deste cenário, as operações de fusões e aquisições se destacam como instrumentos

---

<sup>36</sup> CAETANO, Rodrigo. Após vender Orlando City por R\$ 2 bi, Flavio Augusto se afasta do futebol. **Exame Negócios**, 13 mai. 2021. Disponível em: <https://exame.com/negocios/apos-vender-orlando-city-por-r-2-bi-flavio-augusto-se-afasta-do-futebol/>. Acesso em: 20 nov. 2023.

<sup>37</sup> CAVALLINI, Marta. Advent International compra fatia majoritária do Walmart no Brasil. **G1 Economia**, jun. 2018. Disponível em: <https://g1.globo.com/economia/noticia/advent-international-adquire-fatia-majoritaria-do-walmart-no-brasil.ghml>. Acesso em: 20 nov. 2023.

cruciais para o crescimento, consolidação e reestruturação das empresas. Tais operações não são homogêneas e são caracterizadas por uma variedade de estruturas, cada uma com suas especificidades, implicações legais e impactos operacionais. Este tópico é dedicado à exploração das principais estruturas de operações em M&A, lançando luz sobre os as características mais relevantes de cada modalidade de reorganização societária.

Começaremos com as estruturas clássicas de reorganização societária, quais sejam, a fusão, a incorporação e a cisão, as quais formam a espinha dorsal de muitas operações de M&A.

Em seguida, a discussão se expandirá para abordar outras configurações, como *joint-ventures*, aquisições secundárias e primárias de participação societária, e aquisição de ativos empresariais. Cada uma dessas estruturas apresenta nuances distintas que podem ser adequadas a diferentes objetivos estratégicos.

### 2.2.1 Fusão

Segundo Gladston Mamede<sup>38</sup>, na fusão se tem o somatório de dois corpos societários, que, juntos, constituem um terceiro corpo societário ao passo que as sociedades originárias são extintas. A sociedade nova sucederá as originárias em todos os seus respectivos direitos e obrigações.

A nova sociedade será o resultado da soma dos patrimônios e do corpo social das sociedades que a originaram. Assim, neste processo, os ativos e passivos são transferidos à nova sociedade. De igual modo, a depender do tipo de sociedade, se anônima ou limitada, os sócios quotistas e/ou acionistas também passam a ingressar o quadro social da nova sociedade.

Para a fusão, independe o tipo de sociedade, sendo possível a união de sociedade de tipos diferentes, desde que a fusão seja aprovada pelo modo previsto para a alteração dos seus respectivos atos constitutivos. Além disso, também pode ocorrer que a sociedade resultante adote um tipo diferente das sociedades que a originaram. A ressalva se dá na situação em que uma das sociedades fundidas seja sociedade aberta, assim, obrigatoriamente, a sociedade resultante haverá de ser sociedade aberta, em razão do artigo 223, §3º da LSA<sup>39</sup>, que visa proteger os interesses do mercado mobiliário.

---

<sup>38</sup> MAMEDE, Gladston. **Direito Empresarial Brasileiro: Direito Societário**. São Paulo: Atlas, 2022. e-book. Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9786559772582/>. Acesso em: 16 nov. 2023. p. 74.

<sup>39</sup> Art. 223 (...) § 3º Se a incorporação, fusão ou cisão envolverem companhia aberta, as sociedades que a sucederem serão também abertas, devendo obter o respectivo registro e, se for o caso, promover a admissão de negociação

De modo simplificado, o processo de fusão deve, inicialmente, ser aprovado pelos sócios das sociedades que desejam se unir, de acordo com o quórum legal previsto para cada tipo ou, se for o caso, quórum específico previsto no ato constitutivo da sociedade. Na assembleia ou reunião que deliberar a fusão, deverá ser aprovado o projeto do ato constitutivo da nova sociedade, além do plano de distribuição do capital social.

Uma vez aprovada a proposta, serão nomeados os peritos para avaliação do patrimônio da sociedade e confecção de um laudo pericial que demonstre o valor da sociedade a ser criada e o participação de cada sócio. Tal laudo deve ser aprovado e, conseqüentemente, deve-se aprovar a criação da nova sociedade, de modo que, com o respectivo registro do ato constitutivo na junta comercial, conclui-se a fusão.

### **2.2.2 Incorporação**

Em uma operação de incorporação, uma ou várias sociedades são absorvidas por outra sociedade, que haverá de sucedê-las em todos os direitos e obrigações<sup>40</sup>, podendo ocorrer entre sociedades de tipos diferentes desde que haja aprovação na forma estabelecida para cada um dos respectivos tipos societários<sup>41</sup>. A exceção, assim como nas fusões e cisões, fica por conta de operações que envolvam sociedades abertas, em que, necessariamente, a sociedade sucessora também deverá ser do tipo aberto, por força do art. 223, §3º da LSA.

Quando da submissão à deliberação acerca da incorporação, deve haver a aprovação das bases da operação e da reforma do ato constitutivo. Após a aprovação da proposta de incorporação, os sócios autorizam os administradores a tomarem as medidas necessárias para a incorporação.

A incorporação requer a aprovação de um aumento de capital correspondente ao patrimônio incorporado, que será integralizado com o patrimônio líquido da sociedade incorporada. Isso envolve a nomeação de peritos para avaliar os patrimônios ativos e passivos

---

das novas ações no mercado secundário, no prazo máximo de cento e vinte dias, contados da data da assembléia-geral (SIC) que aprovou a operação, observando as normas pertinentes baixadas pela Comissão de Valores Mobiliários (Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976).

<sup>40</sup> Art. 227. A incorporação é a operação pela qual uma ou mais sociedades são absorvidas por outra, que lhes sucede em todos os direitos e obrigações (Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976).

<sup>41</sup> COUTINHO, *op. cit.* p.128.

da sociedade a ser incorporada, de modo a determinar o valor do patrimônio líquido, conforme os artigos 1.117, § 2º do CC/2002<sup>42</sup> e 227, § 1º da LSA<sup>43</sup>.

Após a avaliação, uma nova assembleia de sócios é convocada para aprovar o laudo de avaliação e finalizar os atos de incorporação, incluindo a deliberação de extinção da sociedade incorporada, como estabelecido nos artigos 1.118 do CC/2002<sup>44</sup> e 227, § 3º da LSA<sup>45</sup>.

A incorporação é concluída com a aprovação dos atos pela sociedade incorporadora, na presença dos sócios da sociedade incorporada. Nesse momento, declara-se a extinção da sociedade incorporada e se procede ao arquivamento e publicação dos atos correspondentes. Como resultado da incorporação, todos os direitos e obrigações da sociedade incorporada passam a ser direitos e obrigações da sociedade incorporadora.

Em casos em que há processos judiciais em curso envolvendo a sociedade incorporada, é necessário cuidar da substituição processual, uma vez que a sociedade incorporada deixa de existir, e todos os atos posteriores devem ser realizados em nome da incorporadora.

Vale ressaltar que a operação de incorporação se distingue da operação de incorporação de ações. Esta última refere-se ao processo pelo qual uma sociedade anônima se transforma em uma subsidiária integral, mediante a transferência da totalidade das ações de seu capital para outra empresa, integrando assim seu patrimônio. Desse modo, a companhia destinatária das ações passa a ser a única acionista da outra sociedade, conforme dispõe o artigo 252 da LSA<sup>46</sup>. Importa salientar que a entidade que adquire a integralidade das participações sociais deve ser de nacionalidade brasileira<sup>47</sup>.

---

<sup>42</sup> Art. 1.117. A deliberação dos sócios da sociedade incorporada deverá aprovar as bases da operação e o projeto de reforma do ato constitutivo.

§ 1º A sociedade que houver de ser incorporada tomará conhecimento desse ato, e, se o aprovar, autorizará os administradores a praticar o necessário à incorporação, inclusive a subscrição em bens pelo valor da diferença que se verificar entre o ativo e o passivo.

§ 2º A deliberação dos sócios da sociedade incorporadora compreenderá a nomeação dos peritos para a avaliação do patrimônio líquido da sociedade, que tenha de ser incorporada.

<sup>43</sup> Art. 227. (...) § 1º A assembleia-geral (SIC) da companhia incorporadora, se aprovar o protocolo da operação, deverá autorizar o aumento de capital a ser subscrito e realizado pela incorporada mediante versão do seu patrimônio líquido, e nomear os peritos que o avaliarão.

<sup>44</sup> Art. 1.118. Aprovados os atos da incorporação, a incorporadora declarará extinta a incorporada, e promoverá a respectiva averbação no registro próprio.

<sup>45</sup> Art. 227. (...) § 3º Aprovados pela assembleia-geral (SIC) da incorporadora o laudo de avaliação e a incorporação, extingue-se a incorporada, competindo à primeira promover o arquivamento e a publicação dos atos da incorporação.

<sup>46</sup> Art. 252. A incorporação de todas as ações do capital social ao patrimônio de outra companhia brasileira, para convertê-la em subsidiária integral, será submetida à deliberação da assembleia-geral das duas companhias mediante protocolo e justificação, nos termos dos artigos 224 e 225.

<sup>47</sup> COUTINHO, *op. cit.* p.148.

### 2.2.3 Cisão

A cisão societária é uma operação empresarial que envolve a divisão do corpo social de uma sociedade em duas ou mais partes, por meio da realocação de parte do patrimônio de uma empresa em uma outra sociedade. Tal operação pode ser motivada por várias razões, seja para fins de concentração ou desconcentração empresarial.

Para Sérgio Botrel<sup>48</sup>, a cisão é, por vezes, equivocadamente tida como uma operação que necessariamente visa a desconcentração. Contudo, deve-se considerar que a cisão também pode ser usada como forma de concentração empresarial, como a situação, por exemplo, de uma empresa de armazenagem geral que assume a parte de armazenagem de outra sociedade, que, por sua vez, deseja se dedicar apenas ao transporte. Nesse caso, haveria a concentração das operações de armazenagem na primeira empresa.

O processo de cisão é regulado pelo artigo 229 da LSA<sup>49</sup>, uma vez que o Código Civil não aborda especificamente a cisão, embora a mencione no contexto das transformações societárias.

Como se vê, a definição legal da cisão é ampla, abrangendo diversas situações, tais como a divisão da sociedade em duas ou mais entidades, levando à extinção da sociedade original (cisão total), ou, ainda, a cisão parcial da sociedade, na qual uma parte do seu patrimônio e corpo social é transferida para uma ou mais novas sociedades ou para sociedades já existentes, que incorporam essa parte do patrimônio cindido enquanto a sociedade original permanece, embora com uma redução de capital e patrimônio.

Em todos os casos, a aprovação da cisão deve ser obtida pelos membros da sociedade cindida, respeitando os percentuais de votação específicos de cada tipo de sociedade. Os contratos ou estatutos sociais também podem estipular quóruns específicos. Após a aprovação, é necessário elaborar uma justificação que forneça informações detalhadas sobre a operação e seus impactos nas sociedades envolvidas. Se a cisão envolver a criação de novas sociedades, a justificação deve incluir um projeto de ato constitutivo para essas novas entidades.

---

<sup>48</sup> COUTINHO, *op. cit.* p.156.

<sup>49</sup> Art. 229. A cisão é a operação pela qual a companhia transfere parcelas do seu patrimônio para uma ou mais sociedades, constituídas para esse fim ou já existentes, extinguindo-se a companhia cindida, se houver versão de todo o seu patrimônio, ou dividindo-se o seu capital, se parcial a versão.

A avaliação do patrimônio a ser transferido é um passo importante, especialmente no caso de sociedades por ações, onde a assembleia que aprova a justificção também atua como assembleia de constituição da nova companhia, de acordo com o artigo 229, §2º da LSA<sup>50</sup>.

No que diz respeito aos débitos, cada parte cindida do corpo social é diretamente responsável pelos direitos e obrigações que lhe foram destinados no ato da cisão. Isso significa que as sociedades que absorverem parcelas do patrimônio da sociedade cindida serão responsáveis pelas obrigações relacionadas a essas parcelas. No entanto, há regras de solidariedade entre as sociedades resultantes da cisão, e essas regras podem variar dependendo se a sociedade cindida é extinta ou permanece.

Os administradores das sociedades que absorverem parte do patrimônio da empresa cindida serão responsáveis pelo arquivamento e pela publicação dos documentos quando a empresa cindida for extinta. Se a cisão for parcial e envolver apenas uma parte do patrimônio, a responsabilidade recairá sobre os administradores da empresa cindida e daquela que receberá essa parte do patrimônio, seja ela uma nova empresa criada para esse fim ou uma empresa já existente que incorporou a parte cindida.

#### **2.2.4 Aquisição secundária e primária de participação societária**

A aquisição secundária de participações societárias é uma das estruturas mais utilizadas em operações de fusões e aquisições (M&A)<sup>51</sup>. Juridicamente, essa modalidade envolve a celebração de um contrato de compra e venda de títulos que representam o capital social de uma empresa, seja por ações ou por quotas.

Nesse tipo de operação, o adquirente compra as ações ou quotas da sociedade-alvo diretamente dos seus sócios, que atuam como vendedores. As partes envolvidas no processo são os sócios vendedores da empresa-alvo e o adquirente. Os recursos financeiros pagos pelo adquirente como contrapartida à aquisição beneficiam diretamente os sócios vendedores, não a sociedade em si. Por causa disso, essa estrutura é frequentemente chamada de *cash-out*, uma vez que os recursos da operação não entram no caixa da empresa-alvo, mas são direcionados aos seus sócios<sup>52</sup>.

---

<sup>50</sup> Art. 229 (...) § 2º Na cisão com versão de parcela do patrimônio em sociedade nova, a operação será deliberada pela assembléia-geral da companhia à vista de justificção que incluirá as informações de que tratam os números do artigo 224; a assembléia, se a aprovar, nomeará os peritos que avaliarão a parcela do patrimônio a ser transferida, e funcionará como assembléia de constituição da nova companhia.

<sup>51</sup> MIZOGUTI, *op. cit.* p. 32.

<sup>52</sup> MIZOGUTI, *op. cit.* p. 33.

Diferentemente da aquisição secundária, a aquisição primária se refere à subscrição, por parte do investidor, de novas quotas ou ações emitidas pela sociedade-alvo como resultado de um aumento de capital, acompanhado da integralização de recursos. Nesse contexto, a aquisição primária é frequentemente descrita como um *cash-in*, já que envolve a injeção de capital diretamente na empresa-alvo<sup>53</sup>.

Um dos pontos essenciais da aquisição primária é que os recursos aportados são destinados à própria empresa-alvo, permitindo que ela capitalize seu negócio. Essa modalidade é especialmente relevante quando a empresa-alvo busca promover seus planos de expansão ou consolidação de mercado.

Em situações nas quais a aquisição primária é utilizada para formalizar operações de fusões e aquisições, é comum que os acionistas existentes da empresa-alvo renunciem ao direito de preferência<sup>54</sup>. Isso significa que eles não exercem seu direito de subscrever as novas ações na proporção de sua participação no capital social da sociedade. Em vez disso, todas as novas ações são subscritas e integralizadas exclusivamente pelo investidor, que passa a fazer parte do quadro societário.

Além disso, a subscrição das ações pelo terceiro ingressante também pode ser feita por meio da integralização de bens, em um processo chamado *drop down*<sup>55</sup>. Isso envolve a contribuição de ativos em troca de ações emitidas pela sociedade, desde que obedecida as regras de avaliação estabelecidas pelo artigo 8º da LSA<sup>56</sup>.

### **2.2.5 Joint-Ventures**

As joint ventures são uma estrutura que pode ser adotada para o crescimento conjunto de empresas que desejam colaborar em projetos específicos ou empreendimentos. Essa forma de colaboração é formalizada por meio de um contrato, visando reunir os esforços e recursos de duas ou mais empresas para alcançar um objetivo comum. O objetivo pode variar amplamente, desde a exploração de um novo mercado até o desenvolvimento de um produto inovador ou a implementação de uma técnica de produção<sup>57</sup>.

---

<sup>53</sup> MIZOGUTI, *op. cit.* p. 34.

<sup>54</sup> MIZOGUTI, *op. cit.* p. 33.

<sup>55</sup> MIZOGUTI, *op. cit.* p. 34.

<sup>56</sup> Art. 8º A avaliação dos bens será feita por 3 (três) peritos ou por empresa especializada, nomeados em assembléia-geral dos subscritores, convocada pela imprensa e presidida por um dos fundadores, instalando-se em primeira convocação com a presença de subscritores que representem metade, pelo menos, do capital social, e em segunda convocação com qualquer número.

<sup>57</sup> MIZOGUTI, *op. cit.* p. 29.

O que define uma *joint venture* não é apenas sua estrutura legal, mas principalmente sua finalidade de unir esforços para a consecução de um projeto ou empreendimento específico. Isso significa que uma *joint venture* pode assumir várias formas jurídicas, sendo aceitas tanto as que não possuem personalidade jurídica própria (*non-corporate joint ventures*) quanto aquelas que têm personalidade jurídica (*corporate joint ventures*)<sup>58</sup>.

Existem diversos modelos jurídicos para implementar *joint ventures*<sup>59</sup>, cada um com suas características e implicações. No modelo de sociedade em comum<sup>60</sup>, as empresas colaboradoras mantêm um acordo de cooperação, mas não criam uma entidade legal separada. Cada empresa contribui com recursos e compartilha os lucros ou prejuízos de acordo com o estabelecido no contrato.

Já no consórcio<sup>61</sup>, que também pode ser considerada uma forma de *joint venture*, várias empresas se unem para competir em licitações ou concorrências públicas. Cada empresa mantém sua identidade legal, mas coopera em projetos específicos, compartilhando riscos e responsabilidades.

Por fim, na Sociedade de Propósito Específico (SPE), uma nova empresa é criada exclusivamente para a execução de um projeto específico<sup>62</sup>. As empresas nesta relação de parceria decidem contribuir com recursos para a constituição da SPE, que opera de forma independente. Após a conclusão do projeto, a SPE pode ser dissolvida ou continuar operando, dependendo do acordo.

### **2.2.6 Aquisição e alienação de ativos**

As operações de aquisição e alienação de ativos também merecem uma abordagem enquanto modalidade de operações de fusões e aquisições (M&A). Juridicamente, essa estrutura envolve a celebração de um contrato de compra e venda de bens, que podem ser móveis ou imóveis, entre a sociedade que detém esses ativos e um terceiro interessado em adquiri-los.

Uma das principais vantagens que esse tipo de operação oferece é a flexibilidade ao adquirente. Essa modalidade permite que o comprador selecione e adquira apenas os ativos específicos da sociedade alvo que lhe interessam<sup>63</sup>. Isso é particularmente útil quando o objetivo

---

<sup>58</sup> COUTINHO, *op. cit.* p. 70.

<sup>59</sup> MIZOGUTI, *op. cit.* p. 29.

<sup>60</sup> Artigos 986 a 990 do Código Civil, Lei 10.406 de 10 de janeiro de 2002.

<sup>61</sup> COUTINHO, *op. cit.* p. 76.

<sup>62</sup> COUTINHO, *op. cit.* p. 80.

<sup>63</sup> CASTRO, *op. cit.* p. 210.

da transação é a aquisição de ativos estratégicos sem a necessidade de assumir a totalidade das obrigações e passivos do vendedor, como ocorreria em uma aquisição de participação societária.

Além disso, em alguns casos, a legislação ou os contratos podem impor restrições à compra e venda de ações de uma sociedade. Nestas situações, a alienação de ativos pode ser uma alternativa viável para realizar o negócio. Essa modalidade oferece uma solução para contornar obstáculos legais ou contratuais e ainda assim concluir a transação desejada<sup>64</sup>.

Quando a operação de M&A envolve a alienação de um conjunto de bens e direitos organizados que compõem um estabelecimento comercial em sua totalidade, em vez de meros ativos isolados, estamos diante do que se chama de "trespasse de estabelecimento comercial"<sup>65</sup>. Esse tipo de transação é regulamentado no Brasil pelos artigos 1.142 a 1.149 do Código Civil<sup>66</sup>.

Exemplo da operação em comento foi a aquisição da unidade fabril da Marisol Vestuário pela Lupo em fevereiro de 2023, na cidade de Pacatuba/CE. O negócio incluiu a aquisição do imóvel da instalação e a transferência de determinados ativos e funcionários para a Lupo<sup>67</sup>.

### 2.3 As etapas e contratos de uma operação de M&A

Uma operação de fusões e aquisições (M&A) é um processo que envolve diversas etapas cruciais para o sucesso da transação. Segundo Sérgio Botrel<sup>68</sup>, apesar das variadas estruturas que estão englobadas dentro daquilo que se entende por operações de M&A, existe um procedimento quase que padrão nessas operações, em que é possível identificar etapas e instrumentos comuns a quase todas elas. Nas palavras do autor<sup>69</sup>:

A flexibilidade do processo de negociação é consequência da inexistência de um procedimento cogente a ser observado, o que permite às partes conduzir as negociações do modo que melhor lhes aprouver. No entanto, é importante registrar que o mercado brasileiro atingiu um grau de maturidade e profissionalismo que permite afirmar a existência de um processo padrão de negociações nas fusões e aquisições. Apesar de algumas variáveis desse processo padrão, a realização de auditorias (jurídica, financeira e estratégica) e a troca de determinados documentos (cuja denominação está praticamente consolidada) acabam compondo uma prática quase que uniforme no mercado de F&A.

---

<sup>64</sup> MIZOGUTI, *op. cit.* p. 29.

<sup>65</sup> CASTRO, *op. cit.* p. 212

<sup>66</sup> Caso seja do interesse do leitor, recomenda-se a consulta à legislação para maior aprofundamento.

<sup>67</sup> SANTIBAÑEZ, Luiza. Lupo compra fábrica da Marisol no Ceará. **LEXLATIN**. Disponível em: <https://br.lexlatin.com/noticias/lupo-compra-fabrica-da-marisol-no-ceara>. Acesso em: 20 nov. 2023.

<sup>68</sup> COUTINHO, *op. cit.* p. 243.

<sup>69</sup> COUTINHO, *loc. cit.*

O ponto de partida de uma operação de M&A ocorre com a identificação de uma oportunidade de negócio, em que empresas demonstram interesse em iniciar negociações em torno de uma possível operação.

Em uma operação de aquisição de participação societária, por exemplo, a abordagem inicial pode se dar pelo potencial comprador, ou, até mesmo, pelo potencial vendedor por meio da apresentação de um documento de teor comercial comumente denominado de *teaser*<sup>70</sup>, no qual há um recorte dos principais aspectos da empresa como oportunidade de investimento para atração de potenciais compradores eventualmente interessados no negócio.

Esse primeiro contato entre os possíveis contratantes da operação possui um caráter mais informal, em que se estabelecem as primeiras sondagens e a visualização de uma futura operação que possa vir a se concretizar no futuro. Com o amadurecimento dessa sondagem inicial, é importante que as partes firmem um acordo de confidencialidade, comumente chamado de Non-Disclosure Agreement (NDA)<sup>71</sup>.

A celebração de um NDA é fundamental para a preservação do sigilo da operação e, conseqüentemente, para viabilizar o desenvolvimento e a conclusão da transação almejada pelas partes, porque além de dispor as regras acerca da divulgação de informações confidenciais para terceiros, o NDA também se aplica para o processo de revelação de informação entre as próprias partes.

Firmado o acordo de confidencialidade, é comum que as partes firmem os instrumentos preliminares que vão estabelecer as bases da operação. Estes documentos evoluíram a partir de práticas comerciais, influenciados principalmente pelo sistema da *common law*, e raramente são abordados de maneira específica na teoria tradicional sobre a formação de contratos, tendo como base o princípio da liberdade contratual.

Devido à falta de uma regulamentação específica no direito, esses documentos podem ser denominados de várias formas, incluindo carta de intenções (*letter of intentions* ou *term-sheet*), memorando de entendimentos (MoU), oferta vinculante (*binding offer* ou BO), oferta não vinculante (*non binding offer* ou NBO), entre outros<sup>72</sup>.

---

<sup>70</sup> COUTINHO, *op. cit.* p. 243.

<sup>71</sup> COUTINHO, *loc. cit.*

<sup>72</sup> MIZOGUTI, *op. cit.* p. 48.

Como observa Maristela Basso<sup>73</sup>, existe uma "anarquia terminológica" em relação a esses termos. No entanto, o aspecto mais pertinente a ser levado em consideração seria o próprio conteúdo destes instrumentos jurídicos<sup>74</sup>.

Como já mencionado, os documentos preliminares geralmente dispõem sobre os principais termos da transação, como o preço de compra, a estrutura da operação e a condução da etapa de auditoria, conhecida como *due diligence*.

Também é comum que as partes incluam uma cláusula de exclusividade, de modo a impedir que a companhia ofertada negocie com outras partes interessadas durante um período específico. Isso ajuda a garantir a exclusividade da transação e dá à companhia ofertante tempo para concluir a *due diligence* e finalizar os termos da transação.

A fase de *due diligence*, é uma das etapas mais relevantes para o sucesso da operação e envolve uma auditoria detalhada da companhia alvo. Desse modo, há uma análise de todos os documentos revelados pela empresa alvo, em especial os documentos com repercussões jurídicas e contábeis. Os documentos são solicitados por meio de um *checklist* enviado à empresa alvo, e uma vez obtidos, são armazenados em um espaço denominado de *data-room*, que, atualmente, se dá quase sempre na modalidade virtual em um sistema de armazenamento em nuvem<sup>75</sup>.

O objetivo da etapa de auditoria é verificar possíveis riscos na operação, bem como direcionar as suas respectivas soluções e formas de mitigação de seus impactos. A *due diligence* pode ocasionar em impactos consideráveis na negociação entre as partes e, inclusive, afetar o preço de aquisição caso constatados riscos que comprometam as expectativas de lucros inicialmente vislumbradas.

Com base nas informações da *due diligence*, as partes elaboram os contratos definitivos, sendo o mais comum deles o Contrato de Compra e Venda de Quotas ou Ações, a depender do tipo societário da empresa alvo, comumente conhecido com *Share Purchase Agreement* (SPA). O objeto deste tipo de contrato é a transação em si, em que se detalha com precisão as quotas ou ações que serão negociadas<sup>76</sup>.

Em contrapartida à alienação de participação societária, tem-se a estipulação do preço de aquisição e as estipulações de disposições sobre os seus respectivos ajustes. Em contratos de Compra e Venda de participação societária, o preço mostra-se como um elemento

---

<sup>73</sup> BASSO, Maristela. **Contratos Internacionais do Comércio: negociação, conclusão, prática**. 3. ed. Porto Alegre: Ed. Livraria do Advogado, 2002. p. 183.

<sup>74</sup> COUTINHO, *op. cit.* p. 244.

<sup>75</sup> *Ibid.*, p. 247

<sup>76</sup> *Ibid.*, p. 287.

dinâmico, refletindo não apenas o valor acordado pelas ações ou quotas, mas também se adaptando a circunstâncias que podem surgir até o fechamento da transação e consequentemente afetar o real valor do negócio<sup>77</sup>.

As cláusulas contratuais relacionadas à estruturação do preço em operações de M&A buscam alocar três tipos de riscos<sup>78</sup>:

- a) primeiro, o risco mercadológico, que surge quando o anúncio da operação afeta o preço dos valores mobiliários, especialmente em transações com companhias abertas onde ocorre permuta de ações e há um lapso entre a assinatura e o fechamento do negócio;
- b) segundo, o risco pré-transação, presente quando o fechamento é posterior à assinatura, envolvendo fatores como propostas superiores de terceiros ou eventos adversos materiais que podem impactar o fechamento ou o preço;
- c) terceiro, o risco pós-transação, relacionado ao recebimento de pagamentos futuros pelos vendedores e a preocupação dos compradores em serem indenizados por perdas decorrentes de eventos anteriores à transação e que são responsabilidade dos vendedores.

Outra disposição relevante se refere às condições de fechamento, que detalham as obrigações que devem ser cumpridas para que a transação seja finalizada. Tais condições podem incluir a obtenção de aprovações regulatórias e a garantia de que nenhuma mudança substancial ocorreu na empresa-alvo desde a assinatura do SPA<sup>79</sup>. Esta seção do contrato assegura que ambas as partes cumpram suas obrigações antes da transferência efetiva das quotas ou ações<sup>80</sup>.

As cláusulas de declarações e garantias (também conhecidas como *representations and warranties*) no contexto de um SPA são fundamentais para equilibrar a assimetria de informações entre vendedor e comprador<sup>81</sup>. Estas cláusulas fornecem uma base para o comprador avaliar o estado atual e histórico da empresa. Ao cobrirem aspectos cruciais como a legalidade das ações, conformidade com leis e regulamentos, e a precisão das demonstrações financeiras, elas oferecem uma camada essencial de segurança e transparência para o comprador.

---

<sup>77</sup> *Ibid.*, p. 289.

<sup>78</sup> LAJOUX, Alexandra Reed; NESVOLD, H. Peter. **The art of M&A structuring**. New York: McGraw-Hill, 2004. p. 50.

<sup>79</sup> COUTINHO, *op. cit.* p. 299.

<sup>80</sup> *Ibid.*, p. 298.

<sup>81</sup> *Ibid.*, p. 303.

O impacto jurídico dessas declarações é significativo: uma violação pode não apenas alterar a percepção de valor da transação, mas também levar a reivindicações substanciais de indenização, refletindo a seriedade com que tais garantias são tratadas no âmbito jurídico<sup>82</sup>.

Soma-se a isso a necessidade de o SPA também dispor sobre a responsabilização das partes e o procedimento para a indenização no caso de violação às declarações e garantias ou demais disposições do contrato. Este tipo de cláusula define os limites de responsabilidade, estabelece procedimentos para reivindicações de indenização e determina prazos para tais reivindicações.

Frequentemente, incluem-se limitações na responsabilidade e a criação de mecanismos de garantia como fundos de reserva ou contas *escrow* para lidar com potenciais reivindicações futuras de terceiros contra a empresa alvo ou demais prejuízos sofridos por fatos anteriores ao fechamento da operação<sup>83</sup>.

Por fim, uma última disposição que merece destaque é a cláusula de resolução de disputas, que, quase sempre, irá propor uma cláusula compromissória de arbitragem, fornecendo um meio para resolver conflitos de forma mais especializada e eficiente que o litígio tradicional pela via judicial. A cláusula arbitral define o método, o local e as regras da arbitragem, proporcionando um caminho para resolução de eventuais disputas<sup>84</sup>.

Após a celebração do SPA, com o cumprimento de todas as condições precedentes, ou renúncia das condições remanescentes, a transação é geralmente concluída com a celebração de um Termo de Fechamento. O Termo de Fechamento faz com que as partes ratifiquem as declarações e garantias prestadas no SPA, bem como confirmem o cumprimento e a renúncia das condições precedentes ao fechamento da operação. Por fim, atesta a ocorrência dos atos do Fechamento, que são responsáveis pela consumação da operação em si, com a transferência das quotas e, ou, ações e o pagamento do preço de aquisição.

---

<sup>82</sup> *Ibid.*, p. 303.

<sup>83</sup> *Ibid.*, p. 312.

<sup>84</sup> *Ibid.*, p. 330.

### 3 PRINCIPAIS CAUSAS DE DISPUTAS EM OPERAÇÃO DE M&A

Uma vez introduzidos os conceitos que fornecem as bases para a compreensão das principais operações e estruturas jurídicas que se enquadram nas hipóteses de reorganização societária, passa-se a analisar, com mais detalhes, as razões pelas quais podem surgir disputas em decorrência de tais operações.

Este capítulo, portanto, possui como objetivo apresentar o contexto em que tais disputas costumam se originar, bem como os principais objetos de discussão quando da ocorrência de litígios envolvendo operações de M&A.

Um primeiro desafio que deve ser considerado para a elaboração deste capítulo é identificar quais são as principais causas de litígios envolvendo operações de reorganização societária. Como veremos no próximo capítulo, uma característica comum às disputas resultantes desse contexto é a recorrência à arbitragem, um procedimento quase sempre sigiloso, que faz com que não seja possível, na maioria das vezes, o acesso às matérias discutidas e, tampouco, ao teor das decisões.

Em razão disso, medidas a exemplo da adota pela Câmara de Arbitragem do Mercado (CAM), de publicar anualmente um ementário de sentenças arbitrais<sup>85</sup>, são muito pertinentes para identificar as principais causas de litígios provenientes de disputas societárias, o que inclui, conseqüentemente, as operações de M&A<sup>86</sup>.

Além disso, também merece destaque a atuação de advogados que possuem experiência nesta temática e que decidem compartilhar o conhecimento adquirido com anos de prática em operações de M&A.

Nesse sentido, iniciativas como o Curso de Introdução à Fusões e Aquisições do Center for M&A Studies da Universidade de São Paulo<sup>87</sup> muito contribuíram para o

---

<sup>85</sup> CÂMARA DO MERCADO DE ARBITRAGEM. **Ementário de Sentenças Arbitrais**. 5. ed. São Paulo, 30 dez. 2022. Disponível em: <https://www.camaradomercado.com.br/pt-br/ementario.html>. Acesso em: 20 nov. 2023.

<sup>86</sup> NANI, Ana Paula Ribeiro; PRADO, Viviane Muller; FONSECA, João Vitor Farias Jatahy. Pílulas de Conhecimento: o que o ementário da CAM-B3 revela sobre o contencioso de M&A em arbitragem? In: ADAMEK, Marcelo Vieira von; PEREIRA, Rafael Setoguti J. (Coord.). *Fusões e Aquisições (M&A)*. 1. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2022. v. 1, p. 952.

<sup>87</sup> CENTER FOR M&A STUDIES. Curso de Introdução às Fusões e Aquisições. **USP/PUC-Rio**. Disponível em: <https://www.cmnausp.com/curso-de-introdu%C3%A7%C3%A3o-ao-m-a>. Acesso em: 20 nov. 2023.

desenvolvimento dos assuntos aqui abordados, especialmente na Aula 10: Litígios decorrentes das Operações de M&A, ministrada por Eduardo Damião<sup>88</sup> e Karina Goldberg<sup>89</sup>.

De igual modo, ancorando-se em um corpo de conhecimento recentemente discutido no âmbito jurídico brasileiro e internacional, a análise dos aspectos causais que aqui serão apresentados também foi influenciada e enriquecida pelo evento *Arbitration and M&A: Hot Topics Under Brazilian Law and Beyond*", destacado no artigo "Apontamentos sobre Arbitragem e Operações de M&A", de Gustavo Favero Vaughn, publicado pelo *Institute for Transnational Arbitration* no ano de 2022<sup>90</sup>.

Sendo assim, com base nas fontes supramencionadas, foi possível traçar alguns tópicos causais de disputas provenientes das operações de M&A, são eles: i) aspectos culturais e o confronto entre tradições jurídicas; ii) assimetria de informações e o dolo negocial; iii) redação imperfeita das cláusulas contratuais; iv) ajustes de preço da operação; v) entraves ao fechamento da operação e; v) obrigatoriedade de realizar oferta pública de aquisições de ações (OPA).

### 3.1 Aspectos culturais e o confronto entre tradições jurídicas.

Uma das grandes características por trás das operações de M&A é a sua construção histórica em torno de um sistema jurídico de *common law*, principalmente sob a experiência corporativa estadunidense. Desse modo, muitas das disposições que orientam um contrato de M&A foram elaboradas a partir da experiência jurídica americana, sendo adaptadas através de seus precedentes, das suas práticas empresariais próprias e de uma tradição contratual distinta da que se tem no Brasil<sup>91</sup>.

---

<sup>88</sup> Sócio do escritório Mattos Filho, Veiga Filho, Marrey Jr e Quiroga Advogados. Frequentemente indicado nas áreas de *Litigation e Arbitration* de publicações como *Chambers and Partners*, *IFLR 1000*, *Latin Lawyer*, *The Legal 500*, *Who's Who Legal*, *LACCA* e *Euromoney Expert Guides*. Doutor e Bacharel pela Faculdade de Direito do Largo São Francisco - Universidade de São Paulo (USP). Mestre em Direito Internacional Privado e Comércio Internacional com especialização em arbitragem pela Université de Paris II - Panthéon-Assas na França.

<sup>89</sup> Sócia do Ferro, Castro Neves, Daltro & Gomide Advogados. Frequentemente indicada nas áreas de *Litigation e Arbitration* de publicações como *Chambers and Partners* e *Who's Who Legal*. É Membro da Comissão de Arbitragem e ADR da *International Chamber of Commerce* (ICC) e do Conselho da Câmara de Arbitragem Internacional de Singapura (SIAC). Mestre em Direito Privado Europeu pela Universidade de Utrecht na Holanda e Bacharel em Direito pela Pontifícia Universidade Católica de São Paulo (PUC-SP).

<sup>90</sup> VAUGHN, Gustavo Favero. Apontamentos sobre Arbitragem e Operações de M&A. **Institute for Transnational Arbitration**, 2022.

<sup>91</sup> CENTER FOR M&A STUDIES. *op. cit.*

Assim, o confronto entre as tradições jurídicas anglo-saxã (*common law*) e romano-germânica (*civil law*) emerge como um dos fatores de choque cultural e jurídico que podem contribuir para a existência de disputas envolvendo operações de M&A no Brasil<sup>92</sup>.

Este fenômeno é particularmente evidente em operações de M&A, onde modelos contratuais e disposições específicas do direito norte-americano são frequentemente adotados nas jurisdições de *civil law*. A prática jurídica brasileira foi fortemente impactada pelos modelos contratuais americanos, especialmente em acordos de M&A. A disponibilidade de informações via Internet e a globalização alteraram substancialmente o estilo e o ritmo da prática jurídica, introduzindo elementos do direito estrangeiro no contexto nacional<sup>93</sup>.

Dentre as cláusulas típicas do direito anglo-americano, e, que por sua vez, foram incorporadas à prática brasileira, estão as cláusulas de *representations and warranties* (declarações e garantias) e a cláusula de *sandbagging*, que, apesar de terem plena eficácia no contexto do *common law*, podem não ser totalmente compatíveis ou eficazes dentro do sistema jurídico brasileiro, dada a sua potencial incompatibilidade com os princípios que regem o nosso ordenamento<sup>94</sup>.

Por exemplo, as cláusulas de *representations and warranties*, que visam assegurar certos fatos ou situações sobre a regularidade da empresa alvo da operação, podem enfrentar dificuldades no Brasil devido à interpretação mais rígida do princípio da boa-fé em detrimento da ênfase na autonomia das partes.

Já a cláusula *sandbagging*, como será melhor visto adiante, possibilita a hipótese de uma parte buscar indenização por violações de representações e garantias, mesmo que ela tenha conhecimento prévio de tais violações. Essa cláusula, embora seja comum no direito norte-americano, pode ser vista como controversa e incompatível com o ordenamento brasileiro.

No contexto jurídico brasileiro, a boa-fé<sup>95</sup> representa um princípio fundamental que está presente em todas as etapas do processo de contratação, exigindo que as partes envolvidas demonstrem lealdade e clareza em suas ações e interações. Tal fato pode exceder as expectativas

---

<sup>92</sup> CENTER FOR M&A STUDIES, *op. cit.*

<sup>93</sup> CRAVEIRO, Mariana Conti; GÓMEZ, Manuel. Big Law in Brazil: Rise and Current Challenges. In: GÓMEZ, Manuel; PÉREZ-PERDOMO, Rogelio (Edit). **Big Law in Latin America and Spain: globalization and adjustments in the provision of high-end legal services**. 2018. Disponível em: [https://doi.org/10.1007/978-3-319-65403-4\\_3](https://doi.org/10.1007/978-3-319-65403-4_3). Acesso em: 20 nov. 2023.

<sup>94</sup> VAUGHN, *op. cit.* p. 155-157.

<sup>95</sup> CC/2002. Art. 422. Os contratantes são obrigados a guardar, assim na conclusão do contrato, como em sua execução, os princípios de probidade e boa-fé.

estabelecidas nas cláusulas de *representations and warranties* provenientes do direito americano.

Além disso, o comprador é obrigado a agir com diligência razoável, no entanto, também existe um dever de divulgação ao vendedor durante as negociações, como corolário do princípio estatutário geral da boa-fé<sup>96</sup>. Então não é de se estranhar que o ordenamento nacional vede a indenização do comprador, que ciente de eventual quebra de uma declaração ou garantia pelo vendedor, não o comunique sobre tal fato e, ainda, o use em benefício próprio.

Um outro aspecto que merece destaque é a abordagem do conceito de ordem pública no direito brasileiro frente às disposições e costumes contratuais que foram importados de outras jurisdições. Como não há um conceito preciso do que seria ordem pública no ordenamento pátrio, tem-se um campo fértil para o subjetivismo decisório e, conseqüentemente, para a insegurança jurídica<sup>97</sup>.

Questões de ordem pública podem ser levantadas no contexto de disputas envolvendo operações de M&A, a depender de como o tribunal arbitral ou os juízes estatais percebam essa matéria. Sob o prisma judicial, isso tende a ser um pouco mais sensível, já que se reconhece questões de ordem pública em temas como o valor de cláusulas penais, incidência de juros moratórios e prescrição<sup>98</sup>.

Tais questões podem ser levantadas para o questionamento de uma sentença arbitral que fixasse o valor de indenização com base no contrato estipulado pelas partes, mas sem considerar os critérios do artigo 944 do Código Civil<sup>99</sup>, que estabelece o parâmetro de indenização de acordo com a extensão do dano.

Tal discussão foi alvo de análise pela 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial do Estado de São Paulo, no ano de 2021<sup>100</sup>, que entendeu pela nulidade dos capítulos de sentença arbitral que fixou a indenização sem considerar o comando do art. 944 do Código Civil.

Portanto, fica evidente que o contexto das operações de M&A no Brasil apresenta desafios decorrentes da intersecção das práticas jurídicas das tradições do *common law* e do *civil law*. A convergência destas tradições jurídicas, embora muito comum em acordos de

<sup>96</sup> FERRO, Marcelo Roberto; SOUZA, Antonio Pedro Garcia de. International Post-M&A Arbitrations in Brazil. In: SESTER, Peter (ed.). **International Arbitration: law and practice in Brazil**. 2020.

<sup>97</sup> VAUGHN, *op. cit.* p. 160.

<sup>98</sup> VAUGHN, *loc. cit.*

<sup>99</sup> CC/2002. Art. 944. A indenização mede-se pela extensão do dano.

<sup>100</sup> BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. Processo nº 1048961-82.2019.8.26.0100 - Embargos de Declaração Cível / Limitada. Relator: Azuma Nishi. Comarca: São Paulo. Órgão julgador: 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial. Data do julgamento: 31 ago. 2021. Data de publicação: 31 ago. 2021.

M&A, demanda um cuidado redobrado para garantir que os acordos sejam eficazes e respeitem a legislação e os princípios locais, evitando conflitos e inseguranças jurídicas que possam surgir durante e após a conclusão das operações de M&A.

### 3.2 Assimetria de informações e o dolo negocial

A assimetria de informações entre as partes envolvidas em uma operação de M&A é uma questão importante a ser considerada quando se busca entender o panorama dos litígios que possam surgir em decorrência de tais operações. Essa importância se dá, principalmente, por causa do impacto que as informações sobre a empresa alvo exercem sobre a negociação e sobre as garantias prestadas pelas partes.

Geralmente em uma operação de M&A o comprador não tem como saber sobre todos os aspectos da operação e das atividades desempenhadas pela empresa-alvo. Por outro lado, o vendedor pode estar ciente de certos riscos, que mesmo que remotos, possam vir a prejudicar a conclusão da transação de M&A. Nesse sentido, as cláusulas de declarações e garantias são relativamente importantes para o balanceamento das partes na negociação, frente à assimetria de informações existente.

Assim, as cláusulas de declarações e garantias são componentes fundamentais dos contratos de compra e venda de empresas e representam as afirmações feitas pelas partes envolvidas em relação ao estado e condição da empresa-alvo. A parte que adquire uma empresa confia nas declarações e garantias feitas pela parte vendedora sobre diversos aspectos da empresa, como situação financeira, ativos, passivos, obrigações contratuais, litígios pendentes e conformidade legal<sup>101</sup>.

Nesse contexto de declarações e garantias também pode surgir uma disposição muito específica, as denominadas cláusulas de *sandbagging*, que, como já introduzidas, são um exemplo de como a assimetria de informações entre as partes pode criar tensões negociais e resultar em um eventual litígio. Tais cláusulas abordam a questão de quem deve ser responsabilizado quando uma declaração ou garantia prestada no contrato de M&A se revela inexata, considerando o prévio conhecimento da contraparte sobre a sua inexatidão.

A cláusula *pro-sandbagging* estipula que o comprador tem o direito de ser indenizado, independentemente de seu conhecimento prévio sobre a inexatidão da declaração

---

<sup>101</sup> COUTINHO, *op. cit.* p. 303.

ou garantia. Por outro lado, a cláusula *anti-sandbagging* determina que o comprador renuncia ao seu direito indenizatório se tiver conhecimento prévio dessa inexatidão<sup>102</sup>.

No contexto brasileiro, a problemática das cláusulas de *sandbagging* se relaciona com o princípio da boa-fé objetiva, que desempenha um papel crucial em disputas contratuais, incluindo disputas societárias. Como já visto, por força do artigo 422 do Código Civil, a boa-fé objetiva exige que as partes ajam com honestidade e lealdade durante as negociações e a execução do contrato. No entanto, essa noção de boa-fé pode entrar em conflito com as cláusulas de *sandbagging*, especialmente quando a assimetria de informações é evidente<sup>103</sup>.

Um fato quase sempre levantado com relação a litígios decorrentes de cláusulas de *sandbagging* é a análise minuciosa dos fatos de cada caso concreto. Isso envolve examinar se o comprador teve a intenção de explorar o vendedor, permitindo que ele fornecesse informações falsas e, em seguida, buscasse indenização. Em essência, o objetivo é discernir se o comprador estava agindo de boa-fé ao aceitar as informações fornecidas pelo vendedor<sup>104</sup>.

Além da assimetria de informações e as respectivas cláusulas de declarações e garantias e a cláusula de *sandbagging*, o dolo negocial também emerge como um fator que contribui para a ocorrência de litígios em operações de M&A. O dolo negocial se dá quando uma parte deliberadamente decide enganar a outra durante as negociações, induzindo-a a erro quanto aos termos do contrato. O dolo pode assumir diferentes formas, incluindo omissões intencionais ou declarações falsas<sup>105</sup>.

Se o dolo for considerado principal e for capaz de afetar a essência do contrato, o contrato de M&A pode ser anulável. Isso significa que o comprador pode optar por desfazer o negócio por meio de sua anulação<sup>106</sup>. No entanto, quando o dolo é considerado acidental, o negócio provavelmente teria sido concluído de qualquer maneira, mas de forma diferente. Nesse caso, a solução recai em perdas e danos, sem a necessidade de anulação<sup>107</sup>.

O emblemático caso KKR<sup>108</sup> é um exemplo prático de como o dolo negocial e a assimetria de informações entre as partes possuem o impacto de ocasionar disputas. Tal caso

---

<sup>102</sup> VAUGHN, *op. cit.* p. 165.

<sup>103</sup> VAUGHN, *loc. cit.*

<sup>104</sup> KALANSKY, Daniel; SANCHEZ, Rafael Biondi. Sandbagging Clauses nas Operações de Fusões e Aquisições (M&A). p. 145-149 *In*: BARBOSA, Henrique; BOTREL, Sérgio (Coords.). **Novos temas de direito e Corporate Finance**. 1. ed. São Paulo: Ed. Quartier Latin, 2019.

<sup>105</sup> VAUGHN, *op. cit.* p. 176.

<sup>106</sup> CC/2002. Art. 145. São os negócios jurídicos anuláveis por dolo, quando este for a sua causa.

<sup>107</sup> CC/2002. 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>108</sup> BAUTZER, Tatiana. KKR battling over Brazil acquisition with sellers, bank: sources. REUTERS, 12 out. 2016. Disponível em: <https://www.reuters.com/article/us-kkr-brazil-idUSKCN12C2P0/>. Acesso em: 20 nov. 2023.

envolve a aquisição mal-sucedida do provedor brasileiro de *data centers* Aceco TI pela firma de *private equity* KKR & Co LP.

Após a aquisição, a KKR acusou os ex-proprietários da Aceco de ocultarem casos de suborno e fraude contábil no momento da venda em 2014. A KKR, então, buscou iniciar um procedimento arbitral, argumentando a falha dos vendedores em divulgar a fraude contábil, o que justificaria a reversão do negócio e a recuperação de seu investimento

A queixa da KKR na arbitragem se baseou em uma investigação realizada pelas firmas de advocacia Simpson Thacher & Bartlett LLP e Pinheiro Neto Advogados, e pelos auditores da KPMG LLP. Esta investigação alegou que a Aceco pagou 57 milhões de reais em subornos a funcionários do governo, lobistas e intermediários durante várias etapas de 30 contratos diferentes. Além disso, acusou os ex-proprietários da Aceco de inflar margens e realocar despesas entre contratos.

O desfecho do caso KKR relacionado à aquisição da Aceco TI foi complexo e repleto de desafios. O fundo KKR enfrentou um prejuízo significativo de cerca de R\$ 1,5 bilhão com a empresa brasileira, marcando uma experiência negativa em seu primeiro investimento no Brasil. Após a compra, a Aceco enfrentou inadimplência no mercado, perda de empregados e escassez de novos contratos<sup>109</sup>.

### 3.3 Contratos imperfeitos e cláusulas de resolução de disputas

Os contratos de fusões e aquisições são, frequentemente, resultado de extensas negociações, em razão da tentativa de conciliar os mais diversos interesses das partes, cada uma com seus próprios objetivos e perspectivas.

Nesse contexto, é comum que advogados e negociadores adotem, propositalmente, uma redação mais imperfeita e, em alguns casos, até mesmo ambígua, para fazer com que a negociação seja concluída.

Assim, considera-se que, se certos pontos do contrato forem minuciosamente debatidos e estressados entre as partes, pode ser que a negociação não tenha o seu desfecho. Tal conduta, não necessariamente, deve ser considerada como uma conduta dolosa no intuito de fraudar a contraparte, mas antes, pode se considerar apenas uma prática comum das negociações

---

<sup>109</sup> KKR tem perda de cerca de R\$ 1,5 bi com Aceco. **ISTOE Dinheiro**, 12 out. 2016. Disponível em: <https://istoedinheiro.com.br/kkr-tem-perda-de-cerca-de-r-15-bi-com-aceco/>. Acesso em: 20 nov. 2023.

que envolvem transações mais complexas, no intuito de imprimir um ritmo mais célere à fase das tratativas para, conseqüentemente, ter-se a conclusão da operação<sup>110</sup>.

Além disso, e ainda no intuito de imprimir mais celeridade nas tratativas negociais, algo comum da prática jurídica na redação dos contratos de fusões e aquisições é o uso de banco de cláusulas pelos advogados responsáveis pelas operações, que se valem, muitas vezes, de modelos de cláusulas-padrão que podem ser aplicados nos instrumentos definitivos da transação sem o devido cuidado e revisão<sup>111</sup>.

Essa prática, embora compreensível para agilizar o processo de negociação, pode criar espaço para o surgimento de litígios. Sem a devida revisão de tais cláusulas de acordo com as especificidades de cada transação, elas podem acabar sendo usadas impensadamente e, somente quando um litígio se instaura em decorrência de tais disposições é que elas serão devidamente revisadas.

Um exemplo prático de como essa imperfeição na redação de disposições contratuais pode se dar ocorre, comumente, com as próprias cláusulas de solução de controvérsias, as quais, curiosamente, também são chamadas de cláusula *champagne* no contexto de operações de M&A.

Essa expressão surgiu da ideia de que as cláusulas de resolução de disputas são incluídas nos contratos definitivos nos últimos instantes antes da assinatura, sem o devido cuidado e seguindo modelos-padrão, quando todos os termos do contrato já foram negociados e acordados, e estando as partes já em vias de comemorar a transação<sup>112</sup>.

Assim, a falta de clareza na cláusula de solução de controvérsias pode, por exemplo, gerar incertezas quanto à jurisdição e à lei aplicável à eventual disputa, bem como apresentar ambiguidades sobre os métodos de resolução de disputas quando se propõe mais de uma modalidade, como no caso de cláusulas escalonadas de mediação e arbitragem, além de outros desafios adicionais que podem afetar a resolução da própria controvérsia, tornando a solução do problema ainda mais morosa e complexa.

Portanto, apesar de a adoção de uma redação menos precisa em contratos de fusões e aquisições pode ser uma estratégia para acelerar as negociações e facilitar o fechamento de operações complexas, essa prática traz riscos inerentes. O uso de cláusulas-padrão e a inclusão apressada de disposições, especialmente aquelas relacionadas à resolução de disputas, pode

---

<sup>110</sup> CENTER FOR M&A STUDIES. *op. cit.*

<sup>111</sup> GEMMELL, Arthur J. Culture as a success factor in international M&A dispute processes. **Dispute Resolution Journal**, 2015.

<sup>112</sup> GEMMELL, Arthur J. Culture as a success factor in international M&A dispute processes. **Dispute Resolution Journal**, 2015. p.90.

levar a ambiguidades e incertezas jurídicas significativas. Essas imperfeições, ao serem reveladas em contextos litigiosos, evidenciam a importância de uma redação cuidadosa e adaptada às especificidades de cada transação, para garantir que acordos de M&A sejam não só eficazes, mas também sustentáveis a longo prazo, minimizando a probabilidade de disputas complexas e onerosas.

### 3.4 Ajustes de preço

Em operações de M&A, um dos objetos mais frequentes de disputas se refere aos ajustes e definição de preço. Este é um ponto crítico que pode gerar conflitos significativos entre as partes envolvidas.

O preço de compra de uma empresa-alvo é frequentemente determinado com base em diversos fatores, como avaliações financeiras, projeções de desempenho futuro, balanços patrimoniais, entre outros aspectos<sup>113</sup>.

Esses preços podem ser definidos no contrato de compra e venda, e muitas vezes incluem cláusulas que permitem ajustes após o fechamento da operação, com base em informações adicionais que podem surgir durante a *due diligence*. Além disso, as partes podem estabelecer mecanismos para lidar com diferenças na avaliação dos ativos e passivos da empresa alvo.

Um ponto crucial em disputas relacionadas a ajustes de preço é a eleição de um terceiro para determinar o valor devido pelo negócio. Quando as partes não conseguem chegar a um acordo, recorrem a um terceiro imparcial, como um árbitro ou um avaliador, para determinar o preço da transação.

A extensão dos riscos que podem ser provisionados ou abatidos dos preços é outra área de potencial litígio. Em geral, o comprador deseja se proteger contra riscos desconhecidos ou não divulgados, enquanto o vendedor busca limitar suas obrigações após o fechamento.

Essas questões podem levar a disputas complexas, envolvendo cálculos financeiros, avaliações de ativos e passivos e interpretações de cláusulas contratuais. Para mitigar tais litígios, é fundamental que as partes definam de maneira clara e precisa os termos relativos aos ajustes e à definição de preço no contrato de M&A. A escolha de árbitros ou avaliadores

---

<sup>113</sup> DUDZINSKY, William S.; LANCE J. Resolution of Purchase Price Disputes in M&A Transactions. **M&A Arbitration Guide**. 4th Edition. Global Arbitration Review, London, UK: 2022. Disponível em: <https://globalarbitrationreview.com/guide/the-guide-ma-arbitration/4th-edition/article/resolution-of-purchase-price-disputes-in-ma-transactions>. Acesso em 20 nov. 2023.

imparciais e a consideração cuidadosa dos riscos a serem provisionados e abatidos dos preços são elementos críticos na negociação de acordos de M&A e podem ajudar a evitar futuros litígios.

O caso VRG, envolvendo a venda de uma unidade produtiva da Varig pelo fundo Mattlin Patterson para a Gol, é um exemplo notável de controvérsia relacionada ao ajuste de preço em uma operação de M&A. Em 2007, a Gol anunciou a compra da Varig por US\$ 275 milhões, com o custo de aquisição chegando a US\$ 320 milhões ao considerar a assunção de uma dívida de R\$ 100 milhões em debêntures pela Gol<sup>114</sup>.

Contudo, uma das disposições contratuais previa a possibilidade de ajuste de preço, cenário em que os compradores haveriam de escolher uma empresa para auditar o balanço da companhia-alvo. De igual modo, a vendedora também poderia apontar uma empresa de auditoria para validar as conclusões tomadas pela compradora e, havendo divergências entre as duas auditorias, as duas escolheriam uma terceira, a qual apresentaria o posicionamento definitivo e vinculante.

No caso em questão, as duas auditorias contratadas pelas partes divergiram quanto à análise feita sob os balanços patrimoniais da Nova Varig. Contudo, a terceira empresa indicada se recusou a emitir um parecer definitivo sobre a questão e a tecer críticas sobre uma das auditorias contratadas. Desse modo, a discussão foi levada à arbitragem pela Gol, que encontrou uma série de problemas no balanço, inclusive indícios de fraude.

Diante desse cenário, a questão controvertida a ser analisada pelo tribunal repousava no artigo 485 do Código Civil<sup>115</sup>, que prevê a fixação do preço por terceiro e, não aceitando o terceiro a incumbência, fica sem efeito o contrato. Assim, o tribunal possuía duas opções, tornar o contrato ineficaz, o que resultaria em consequências materiais relevantes para as partes, ou, determinar uma perícia para preencher a lacuna do ajuste do preço deixada pela 3ª empresa de auditoria<sup>116</sup>.

Desse modo, o tribunal entendeu que precisaria preencher tal lacuna por meio de uma perícia, realizando então o ajuste de preço. No decorrer do procedimento arbitral, em 2010 foi reconhecido que os vendedores tinham manipulado o balanço para que a Gol pagasse mais

---

<sup>114</sup> SANDRINI, João. Gol compra Varig por US\$ 275 milhões. **Exame Negócios**, 10 out. 2010. Disponível em: <https://exame.com/negocios/gol-compra-varig-por-us-275-milhoes-m0125597/>. Acesso em: 20 nov. 2023.

<sup>115</sup> CC/2002. Art. 485. A fixação do preço pode ser deixada ao arbítrio de terceiro, que os contratantes logo designarem ou prometerem designar. Se o terceiro não aceitar a incumbência, ficará sem efeito o contrato, salvo quando acordarem os contratantes designar outra pessoa.

<sup>116</sup> CENTER FOR M&A STUDIES. *op. cit.*

pela Varig, fato que condenou os vendedores a indenizarem a Gol em um montante que superou R\$ 200 milhões<sup>117</sup>.

Além do caso VRG, o ementário de sentenças arbitrais da Câmara do Mercado<sup>118</sup> também traz alguns casos em que o cerne da controvérsia é a discussão relativa ao preço. Dos 15 casos envolvendo operações de reorganização societária, 6 deles abordam de forma mais direta os valores da operação. A breve análise de tais casos pode fornecer um panorama de como tais questões são debatidas nos tribunais arbitrais.

No primeiro caso<sup>119</sup>, as partes se envolveram em uma disputa cuja cláusula chave da controvérsia permitia que a compradora retivesse, abatesse ou deduzisse do preço os valores relativos a contingências atribuíveis ao vendedor, no intuito de provisionamento de riscos. O núcleo da disputa foi determinar até que ponto tais riscos poderiam ser considerados para a hipótese de ajuste do preço, especialmente em situações em que não havia estipulação específica sobre os critérios de avaliação.

O árbitro, interpretando a questão, destacou a importância da razoabilidade na retenção de valores, conforme delineado pelo artigo 187 do Código Civil com relação ao abuso do direito<sup>120</sup>. Concluiu-se que riscos remotos não deveriam ser considerados para fins de provisionamento. Além disso, enfatizou que, mesmo na ausência de critérios específicos acordados entre as partes, poderiam ser aplicados critérios contábeis gerais para a avaliação dos riscos provisionáveis.

No segundo caso<sup>121</sup>, a controvérsia central girava em torno dos abatimentos no preço de compra, em razão da superveniência de débitos tributários e honorários advocatícios. A vendedora alegou que os débitos tributários eram de responsabilidade da compradora, independentemente de previsão específica. Além disso, a compradora exigiu garantia real sobre o saldo de parcelamento dos débitos tributários que excedessem o preço pactuado. Já em relação

---

<sup>117</sup> DISPUTA arbitral entre Gol e MatlinPatterson sobre Varig caminha para desfecho. **ISTOE Dinheiro**, 03 set. 2020. Disponível em: <https://istoedinheiro.com.br/disputa-arbitral-entre-gol-e-matlinpatterson-sobre-varig-caminha-para-desfecho-2/>. Acesso em: 20 nov. 2023.

<sup>118</sup> CÂMARA DO MERCADO DE ARBITRAGEM. *op. cit.*

<sup>119</sup> Publicado na 3ª edição do Ementário da CAM, datado de 08.12.2020: Aditamento de contrato de compra e venda de quotas - Pagamento parcelado-Possibilidade de desconto em razão de contingência de responsabilidade do vendedor - Sociedade Anônima - Árbitro único - Julgado parcialmente procedente.

<sup>120</sup> CC/2002. Art. 187. Também comete ato ilícito o titular de um direito que, ao exercê-lo, excede manifestamente os limites impostos pelo seu fim econômico ou social, pela boa-fé ou pelos bons costumes.

<sup>121</sup> Publicado na 1ª edição do Ementário da CAM, datado de 06.12.2018: Compra e venda de quotas-Sucessão empresarial - Interpretação contratual sobre a cláusula de declarações e garantias - Cláusula de contingência - abatimento no preço do negócio - Pagamento parcelado - interpretação literal, teleológica e sistemática do contrato - Pedido contraposto rejeitado - Demanda julgada parcialmente procedente.

aos honorários advocatícios, a compradora defendeu que deveriam ser abatidos, pois diziam respeito à atuação do advogado em questões relacionadas aos direitos do vendedor como sócio.

O Tribunal Arbitral, ao analisar o caso, concluiu que a responsabilidade da compradora se limitava aos débitos tributários especificamente mencionados no contrato, e que quaisquer débitos não conhecidos no momento da celebração do contrato deveriam ser suportados pelos vendedores, resultando em abatimentos das prestações acordadas. Em relação aos honorários advocatícios, o Tribunal determinou que estes deveriam ser custeados pelo vendedor, conforme compromisso contratualmente estabelecido.

No terceiro caso<sup>122</sup>, a controvérsia se concentrou na validade da retenção de pagamento pela compradora, com base em cláusulas contratuais que previam a *due diligence* como condição para a fixação do preço de aquisição das quotas. A complexidade surgiu quando o contrato definitivo foi assinado antes da conclusão da auditoria. O Tribunal Arbitral interpretou a situação enfatizando a assinatura do contrato definitivo e o aditivo subsequente como indicativos da relativização da importância da auditoria na conclusão do negócio.

No quarto caso<sup>123</sup>, a disputa surgiu devido a um atraso no início das operações, motivado por um alegado índice pluviométrico acima da média histórica e pela lentidão na obtenção de autorizações de órgãos reguladores. Essa situação levantou um debate sobre a aplicabilidade da cláusula que previa ajustes no preço acordado, considerando a existência de casos fortuitos ou de força maior.

O Tribunal Arbitral, ao analisar o caso, decidiu a favor do ajuste do preço, baseando-se na previsão contratual que atribuía à parte requerida a responsabilidade por todos os custos, despesas e riscos relacionados à construção. A decisão se fundamentou na Teoria dos Riscos, que postula a perda do direito à contraprestação em caso de "inadimplemento fortuito da obrigação". Assim, o Tribunal rejeitou as alegações de casos fortuitos ou de força maior e enfatizou a importância de evitar o enriquecimento sem causa. Concluiu-se que o ajuste do preço era necessário para não transferir o ônus assumido pela requerida para a requerente.

---

<sup>122</sup> Publicado na 1ª edição do ementário da CAM, datado de 06.12.2018: Direito civil e societário - Sociedade limitada - Alienação de controle - Contrato preliminar - Fixação provisória de preço - Acordo quanto à realização de auditoria para definição de ativo e passivo da sociedade - Contrato definitivo celebrado antes de concluída a auditoria - Invocação, pela compradora, de cláusulas contratuais estabelecendo a possibilidade de retenção de preço - Interpretação - Contexto negocial - Responsabilidade por passivo oculto - Inexistência - Boa-fé contratual

<sup>123</sup> Publicado na 1ª edição do ementário da CAM, datado de 06.12.2018: Contrato de compra e venda de ações - Atraso no início das operações - Risco do negócio - Ajuste no preço de aquisição - Indenização por falta de informação - Indenização pelo atraso no início das operações - Sentença parcialmente procedente.

O quinto caso<sup>124</sup> versa sobre o cenário em que falhas de contabilidade afetaram o cálculo de EBITDA (traduzido para Lucros Antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização – LAJIDA) da empresa alvo, que serviu como base para a definição do preço da transação de alienação de participação societária. A parte requerente, que solicitou direito à indenização, teve seu pleito negado pelo árbitro, que entendeu pela decadência da pretensão, já que apesar das compradoras terem ciência prévia das falhas apontadas, não requereram a indenização no prazo previsto em contrato.

Por fim, o sexto e último caso<sup>125</sup>, tem sua discussão em torno da contestação da legalidade da Cláusula de Garantia de Preço Mínimo em uma transação de incorporação de ações. Tal cláusula garantia que os acionistas da empresa incorporada receberiam um valor mínimo pelas suas ações, independentemente das flutuações do mercado.

O Tribunal entendeu pela legalidade da cláusula, considerando que não era injusta para os acionistas e não prejudicava a empresa, além de que não contrariava a Lei de Sociedade por ações e, tampouco, a Instrução da CVM nº 390/2003. No entanto, mesmo considerando que a cláusula era legal, o Tribunal decidiu que a empresa incorporadora não precisava pagar o valor garantido aos acionistas. Isso porque as condições específicas previstas no contrato para esse pagamento não foram atendidas.

### **3.5 Entraves ao fechamento da operação**

É de se esperar que quando duas partes decidem negociar uma operação de M&A o objetivo final da operação é o próprio fechamento. Contudo, desde as negociações preliminares até a consumação da operação alguns fatores podem emergir e obstar o seu desfecho. Quando esse óbice surge entre o período compreendido entre a assinatura dos

---

<sup>124</sup> Publicado na 2ª edição do ementário da CAM, datado de 03.12.2019: 1. Civil e comercial. Contratos, alegação de falha em declarações prestadas pelos vendedores que afetaram o valor de EBITDA para cálculo do preço da venda. Alegação de falhas contábeis. Direito à indenização reclamado. Acolhimento da questão prejudicial de decadência. Não exercício do direito no prazo contratualmente previsto. Princípio da boa-fé objetiva. Vedação ao exercício abusivo de direito.

<sup>125</sup> Publicado na 2ª edição do ementário da CAM, datado de 03.12.2019: Operação de incorporação de ações. Acordo de incorporação. Cláusula de garantia de preço mínimo das ações atribuídas aos acionistas da incorporada. Preliminares: Ilegitimidade de uma das requeridas - reconhecida; Exclusão de partes do polo passivo - rejeitada; Prescrição -rejeitada. Mérito: Declaração de inexigibilidade de valores decorrentes da cláusula de garantia de preço mínimo do acordo de incorporação; declaração de nulidade de confissões de dívida com base na cláusula de garantia de preço mínimo; Condenação da incorporadora ao cumprimento de cláusula de doação -Improcedência.

contratos definitivos (*signing*) e o fechamento (*closing*)<sup>126</sup>, tem-se um cenário propício ao surgimento de litígios.

Na negociação dos contratos definitivos da operação, principalmente no caso de um contrato de compra de participação societária, é comum que haja um fechamento diferido, em que a conclusão da transação somente se dará com a satisfação de certas condições, comumente chamadas de condições suspensivas ou condições precedentes<sup>127</sup>.

As condições precedentes a serem negociadas entre as partes variam de acordo com as características específicas de cada operação. Somente para fins exemplificativos, dentre as condicionantes que as partes podem dispor, tem-se (i) a necessidade de aprovação da transação pelos órgãos reguladores; (ii) a transformação do tipo societário da sociedade alvo; (iii) anuência de credores, financiadores ou terceiros; (iv) o encerramento de disputas judiciais; e (v) a quitação de débitos perante instituições financeiras ou perante o fisco, dentre outros atos<sup>128</sup>.

Um aspecto que deve ser considerado são as implicações do Código Civil com relação à estipulação de condições precedentes para a eficácia do negócio celebrado pelas partes. De acordo com o artigo 121 do Código<sup>129</sup>, as condições precedentes são eventos futuros e incertos acordados pelas partes para efetivar um negócio jurídico. Já o artigo 129<sup>130</sup>, por sua vez, aborda a manipulação maliciosa dessas condições, estabelecendo que se uma parte impede de forma dolosa a realização de uma condição que lhe é desfavorável, esta condição é considerada como cumprida.

É justamente sob esse panorama legal que costumam surgir as disputas decorrentes de entraves ao fechamento de uma operação de M&A. Sob o prisma da parte vendedora, é comum a alegação de que as condições precedentes não foram implementadas pelo comprador ou que o comprador falhou em agir de boa-fé para atender a essas condições.

Por outro lado, a compradora pode alegar a obstrução maliciosa ou violação do dever contratual de cooperação ao acusar a vendedora de ter dificultado de forma intencional o cumprimento das condições precedentes ou de ter agido de maneira contrária aos interesses da operação de M&A. Isso pode incluir atrasos injustificados, recusa em fornecer informações

---

<sup>126</sup> COUTINHO, *op. cit.* p. 299

<sup>127</sup> COUTINHO, *loc. cit.*

<sup>128</sup> COUTINHO, *op. cit.* p. 299.

<sup>129</sup> CC/2002. 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>130</sup> CC/2002. Art. 129. Reputa-se verificada, quanto aos efeitos jurídicos, a condição cujo implemento for maliciosamente obstado pela parte a quem desfavorecer, considerando-se, ao contrário, não verificada a condição maliciosamente levada a efeito por aquele a quem aproveita o seu implemento.

necessárias ou qualquer ação que prejudique a capacidade da compradora de cumprir as condições para o fechamento.

Um caso emblemático abordando tais aspectos foi a aquisição da Eldorado Celulose pela Paper Excellence, disputa ainda em trâmite sigiloso perante o Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. Dentre as acusações de ações ilegais de espionagem, fraude ao procedimento arbitral e manobras de bastidores<sup>131</sup>, analisar-se-ão os aspectos que obstaram o fechamento da operação.

Em 2017, a J&F Investimentos vendeu 49,41% da Eldorado para a Paper Excellence por R\$ 3,8 bilhões, com a opção de compra da totalidade das ações remanescentes dentro do prazo de doze meses e após a assunção das dívidas da empresa. Contudo, a Paper Excellence falhou em liberar as garantias dadas pelos vendedores, o que era uma condição precedente ao fechamento da operação.

A compradora, alegando a hipótese de obstrução maliciosa prevista no artigo 129 do Código Civil, ingressou com um pedido de controle imediato da Eldorado nas varas empresariais da Justiça estadual de São Paulo, em uma medida cautelar pré-arbitral.

Na análise preliminar do caso, o juízo, acertadamente, entendeu pelo status efêmero de sua jurisdição e que a matéria seria revista posteriormente em sede arbitral. Contudo, optou por negar o pleito da Paper Excellence de controle imediato da Eldorado e estabeleceu as condições de condução dos negócios da Eldorado enquanto não fosse possível obter o pronunciamento decisório da arbitragem.

Assim, dentre as medidas adotadas, estipulou-se a necessidade de tomada de decisões por unanimidade entre os acionistas (J&F Investimentos e Paper Excellence), para que não houvesse o comprometimento das atividades da Eldorado na pendência da lide e uma parte fosse beneficiada em detrimento da outra<sup>132</sup>.

Além do caso supramencionado, dentre as ementas disponibilizadas pela Câmara de Arbitragem do Mercado<sup>133</sup>, duas delas apresentam, de certo modo, questões relativas a entraves ao fechamento da operação que se converteram em disputas arbitrais. No primeiro caso<sup>134</sup>, a controvérsia surgiu em torno de um contrato de aquisição de participação societária,

---

<sup>131</sup> CASO Eldorado: Paper Excellence sai na frente em julgamento sobre anulação de arbitragem. **JOTA**, 20 set. 2023. Disponível em: <https://www.jota.info/justica/caso-eldorado-paper-excellence-sai-na-frente-em-julgamento-sobre-anulacao-de-arbitragem-20092023>. Acesso em: 20 nov. 2023.

<sup>132</sup> CENTER FOR M&A STUDIES. *op. cit.*

<sup>133</sup> CÂMARA DO MERCADO DE ARBITRAGEM. *op. cit.*

<sup>134</sup> Publicado na 1ª edição do e mentário da CAM, datado de 06.12.2018: Contrato de aquisição de participação societária - Abertura de capital da companhia e realização da oferta pública inicial de ações como causa essencial

cuja condição precedente para o seu fechamento era a abertura de capital da companhia e a realização de uma oferta pública inicial de ações. Os requerentes receberam como remuneração uma participação no capital social da companhia, com a responsabilidade de auxiliar, sem aportar capital, na consolidação da atividade empresarial para a negociação das ações no mercado de valores mobiliários por meio da adoção diligente das medidas que fossem necessárias.

Posteriormente os requerentes iniciaram o procedimento arbitral alegando prejuízos pela não conclusão da operação. O Tribunal Arbitral entendeu que a não realização da abertura de capital, devido ao inadimplemento mútuo das partes, esvaziou a causa da associação entre elas. Foi decidido pela resolução contratual, mediante a "compensação de culpas", onde as partes deveriam arcar com os prejuízos sofridos, sem direito a indenização por perda de chance de ganhos devido à não abertura de capital, visto como uma probabilidade não concreta e real.

Já no segundo caso<sup>135</sup>, a controvérsia surgiu de um contrato de recompra de ações, onde a sociedade requerida deveria recomprar ações da acionista requerente, após a entrada de um novo sócio que subscreveria e integralizaria um novo aumento de capital, condicionantes da recompra. O conflito surgiu após o inadimplemento da sociedade ao não proceder com a recompra e sua subsequente dissolução em Assembleia Geral Extraordinária, o que obstou a recompra das ações.

O árbitro único decidiu a favor da acionista, determinando que a sociedade deveria cumprir a obrigação de recompra. Primeiro, rejeitou-se a alegação da sociedade de que prejuízos acumulados impediriam a recompra, citando a existência de saldo suficiente na reserva. Também fora rejeitada a defesa de que a recompra era excessivamente onerosa devido a uma alegada crise econômica, que, por sua vez, já fora prevista no momento de celebração do contrato. Assim, no caso de inexecução da obrigação após a satisfação da condicionante por

---

da contratação - Não concretização em virtude do inadimplemento mútuo de obrigações contratuais pelas partes - Violação da boa-fé objetiva - Impossibilidade de dissolução parcial da companhia - Hipótese de enriquecimento ilícito - Resolução contratual mediante compensação de culpas - Ausência de prejuízos decorrentes da perda de uma chance.

<sup>135</sup> Publicado na 1ª edição do ementário da CAM, datado de 06.12.2018: Compromisso de compra e venda de ações celebrado entre sociedade anônima, prevendo a recompra, pela sociedade, de suas próprias ações pertencentes a um de seus sócios - A existência de prejuízos acumulados não impede a recompra das próprias ações, diante do saldo suficiente verificado na conta de reserva de capital - Interpretação do artigo 30 da lei no 6.404/976 - Descabimento da aplicação da teoria da imprevisão no caso em virtude da crise econômica que afetou o país, pois tal evento não se caracterizava como fato imprevisível a época da celebração do compromisso - Ausência de fundamento da alegação de inviabilidade de utilização de recursos da sociedade na aquisição das ações, por força de norma infralegal editada por agência reguladora que supostamente previa destinação específica para recursos provenientes de aumento de capital- Princípios da unidade e indivisibilidade do patrimônio social - Invalidez de deliberação aprovada em assembleia geral extraordinária de sociedade anônima que aprova sua dissolução dada a inexistência de elementos de prova que evidenciem a inviabilidade econômica de sua atividade, caracterizando infração ao artigo 117. § 10, alínea "b, c/c artigo 116, parágrafo único da lei no 6.404/1976.

culpa da sociedade, o árbitro reconheceu o direito da acionista a uma indenização por perdas e danos.

A análise dos casos apresentados revela que as operações de M&A, embora tenham como meta final a consumação do negócio, são frequentemente permeadas por complexidades e desafios, especialmente quando envolvem a satisfação de condições precedentes. Estas condições, variando em cada operação, servem como salvaguardas cruciais para as partes envolvidas, mas também podem se tornar fontes de litígios quando sua interpretação, execução ou omissão são contestadas.

### **3.6 Obrigatoriedade de realizar oferta pública de aquisição de ações (OPA)**

A obrigatoriedade de realizar uma Oferta Pública de Aquisição de Ações (OPA) em caso de mudança de controle e a cláusula de *poison pill* são objetos frequentes de litígios em operações de M&A.

A OPA pode ser compreendida como um mecanismo estratégico no mercado de capitais, utilizado por um investidor ou entidade para adquirir uma participação significativa, ou mesmo majoritária, em uma companhia aberta, nos termos dos artigos 257 a 263 da LSA.

Este processo é particularmente pertinente em cenários onde o capital da empresa está pulverizado, isto é, não há um acionista ou grupo de acionistas que detenham mais de metade das ações com direito de voto. A OPA permite que o ofertante proponha a compra de ações dos atuais acionistas da empresa, com o objetivo de alcançar um controle acionário significativo ou majoritário, ao mesmo tempo que a regra também protege os direitos dos acionistas minoritários, garantindo que recebam um tratamento justo e igualitário<sup>136</sup>.

No entanto, as obrigações de OPA podem dar origem a litígios, especialmente em casos em que a interpretação das regras de mudança de controle não é clara. Por exemplo, as partes envolvidas podem discordar se uma aquisição específica desencadeia a obrigação de OPA. Isso pode resultar em disputas legais se a oferta deve ser realizada, em que termos e a que preço.

Já a cláusula de *poison-pill*,<sup>137</sup> por sua vez, refere-se a medidas adotadas por companhias para dificultar ou desencorajar aquisições hostis de controle, particularmente antes da realização de uma oferta pública ou de uma tentativa de aquisição por escalada de

---

<sup>136</sup> COUTINHO, *op. cit.* p. 187.

<sup>137</sup> *Ibid.*, p. 190.

participação acionária. Essas medidas, frequentemente inseridas nos estatutos das empresas como *poison-pills* estatutárias, conferem direitos aos acionistas visando a proteção dos seus interesses.

A mais comum dessas medidas no mercado brasileiro é a cláusula estatutária de "preço justo", que obriga o adquirente a realizar uma oferta pública de aquisição de ações a todos os acionistas, caso adquira um percentual relevante de ações. Esta cláusula inclui fórmulas ou critérios de avaliação que elevam significativamente o preço de aquisição, desestimulando potenciais ofertantes<sup>138</sup>.

Além das *poison-pills*, outra estratégia de defesa contra as ofertas hostis inclui a instauração de litígios após a realização da oferta de aquisição, como uma medida reativa para proteger a companhia contra aquisições indesejadas<sup>139</sup>.

A instauração de um litígio pode surgir como uma estratégia de defesa comum contra aquisições hostis, semelhante ao que ocorria nos Estados Unidos na década de 70. Assim, é possível que empresas-alvo de aquisição hostil frequentemente recorram aos tribunais para solicitar liminares que interrompam o processo de aquisição. Essas liminares, geralmente acompanhadas de ordens de restrição, impedem temporariamente o ofertante hostil de comprar mais ações até que se dê a improcedência das acusações da empresa alvo. Este recurso legal visa principalmente ganhar tempo para que a empresa alvo possa desenvolver estratégias de defesa mais robustas e potencialmente buscar uma oferta de aquisição alternativa mais favorável<sup>140</sup>.

Esse cenário tende a resultar em propostas de aquisição com valores mais elevados, além de fornecer mais tempo para que o ofertante hostil possa aumentar sua proposta. Indiretamente, a empresa alvo pode sinalizar que desistiria da demanda se o preço e os termos da oferta fossem melhorados.

No Brasil, as táticas defensivas de litígio mais comuns incluem alegações de violações antitruste, divulgação inadequada de informações ao mercado e fraudes<sup>141</sup>, estratégias essas utilizadas para retardar ou prevenir aquisições hostis, incrementar o valor da oferta ou encontrar alternativas mais benéficas para a empresa alvo.

---

<sup>138</sup>*Ibid.*, *loc. cit.*

<sup>139</sup> COUTINHO, *op. cit.* p. 190.

<sup>140</sup> GAUGHAN, Patrick A. **Mergers, acquisitions, and corporate restructurings**. 7. ed. Hoboken: Wiley, 2017. p. 230-231.

<sup>141</sup> SHIGUEMATSU, Plínio José Lopes. Mecanismos de proteção e estratégias de defesa em tomadas hostis de controle. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de. (Coord.). **Direito Societário: Desafios atuais**. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 436.

Ultrapassada essa parte mais teórica, é pertinente a análise de como se instauram os litígios envolvendo as hipóteses de OPA. No ementário de sentenças arbitrais da Câmara de Arbitragem do Mercado<sup>142</sup>, das 15 ementas relacionadas a operações de M&A, 3 delas se referem à litígios que surgiram em decorrência de Ofertas Públicas de Aquisição de Participação Societária.

O primeiro caso<sup>143</sup> que versa sobre a Oferta Pública de Aquisições de Ações tem como cerne da controvérsia o preço das ações na oferta, de modo que o pedido da parte requerente se baseava na alegação de que houve omissão de informações para o avaliador na tentativa de subavaliar o real crescimento da empresa. Contudo, entendeu o tribunal que o método de avaliação adotado havia obedecido as disposições legais, e principalmente o critério da fixação de preço justo. Além disso, o tribunal valorou o fato de que os acionistas requerentes não se manifestaram no momento apropriado para revisão e eventual impugnação do laudo.

O segundo caso<sup>144</sup> envolvendo OPA foi relacionado a incidência de disposições do estatuto social da companhia, que previa a incidência de regras aplicáveis em caso de alienação de controle (*tag-along*) ou hipótese de realização de OPA no caso em que haja a aquisição de pelo menos 20% das ações (*poison-pill*). Neste caso, o tribunal entendeu que a cláusula de *poison-pill* não seria aplicável ao caso em questão, em primeiro lugar porque o tribunal verificou que os acionistas optaram pela alienação de sua participação acionária pelo preço da OPA segundo as regras de *tag-along* e não ressaltaram o seu direito de discutir a aplicação da disposição estatutária segundo as regras de *poison-pill*. Além disso, o tribunal entendeu que no caso em comento não configuraria uma hipótese de incidência da *poison-pill*, por não haver uma aquisição hostil e uma dispersão acionária, mas antes houve apenas uma "mudança de mãos", ressaltando que o intuito da *poison-pill* não é a estabilidade da gestão ao desencorajar a mudança de controle das companhias.

---

<sup>142</sup> CÂMARA DO MERCADO DE ARBITRAGEM. *op. cit.*

<sup>143</sup> Publicado na 1ª edição do ementário da CAM, datado de 06.12.2018: Estatuto social. Legitimidade passiva. Preliminar indeferida. Oferta pública de ações para cancelamento de registro e para saída do novo mercado. Improcedência. Pedido de esclarecimentos. Improcedente.

<sup>144</sup> Publicado na 1ª edição do ementário da CAM, datado de 06.12.2018: Operação de aquisição de controle. Obrigação de realizar oferta pública de ações (OPA) segundo regras de alienação de controle (*tag along*) e de aquisição superior a 20% do capital social (*poison pill*). Inaplicabilidade da OPA segundo regras da *poison pill*. Ausência de alteração da dispersão acionária - Manutenção do núcleo e nível do controle após a operação - Inexistência de obrigação adicional do acionista controlador - Disposição do estatuto que excetua OPA da *poison pill* para os que eram acionistas na data da inserção daquela demonstração de nova avaliação mais vantajosa inexistente

O terceiro caso<sup>145</sup> também discute sobre a cláusula de *poison-pill* incorporada ao estatuto social da companhia, a qual estipulava que qualquer acionista que adquirisse um percentual significativo do capital social da empresa deveria realizar uma OPA para adquirir todas as ações remanescentes. O ponto central de controvérsia girava em torno do tratamento igualitário entre acionistas que já detinham uma parcela significativa de ações antes da implementação da cláusula e aqueles que adquiriram tal participação após essa data.

O Tribunal Arbitral, ao analisar o caso, concluiu que não seria adequado diferenciar esses dois grupos de acionistas, citando o princípio de igualdade previsto na Lei das S.A. Além disso, argumentou que OPA's voluntárias e estatutárias, embora diferentes, são categorias semelhantes. O Tribunal considerou que a realização de uma OPA voluntária já havia atendido aos requisitos da cláusula de *poison-pill*, tornando uma OPA estatutária redundante.

Por fim, um caso que merece destaque é o caso da Usiminas e sua relação com a Oferta Pública de Aquisição (OPA), que serve como um exemplo prático relevante no estudo dos litígios decorrentes de OPA. O litígio envolveu o Grupo Ternium, que adquiriu participações da Votorantim e da Camargo Corrêa na Usiminas, e a alegação de que deveria ser realizada uma OPA para os acionistas minoritários<sup>146</sup>.

O bloco de controle da Usiminas era composto por diversas entidades, incluindo a Nippon Steel, Votorantim, Camargo Corrêa e representantes dos empregados. A controvérsia estava ancorada nos termos do art. 254-A da LSA<sup>147</sup>, que delineava as obrigações em casos de transferência de controle de uma empresa. A discussão central focava no direito dos acionistas minoritários de venderem suas ações em situações de alienação de controle, baseando-se na regra de que uma OPA é necessária quando há venda de pelo menos 80% do controle da empresa.

O entendimento decisório neste caso foi proferido pelo Superior Tribunal de Justiça (STJ), que determinou que o Grupo Ternium não era obrigado a realizar a OPA para os

---

<sup>145</sup> Publicado na 3ª edição do ementário da CAM, datado de 08.12.2020: Direito societário. Sociedade anônima de capital aberto. Oferta pública de aquisição de ações (OPA). Cláusula estatutária de *poison pill* OPA voluntária. OPA estatutária. Garantia de preço aos acionistas. Sentença arbitral condenatória.

<sup>146</sup> AGUIAR, Adriana. STJ desobriga grupo que assumiu Usiminas de fazer oferta de ações. **Valor Econômico**. Disponível em: <https://valor.globo.com/legislacao/noticia/2023/03/07/stj-livra-grupo-que-assumiu-usiminas-de-suposta-obrigao-de-realizar-opa.ghtml>. Acesso em: 20 nov. 2023.

<sup>147</sup> LSA. Art. 254-A. A alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta somente poderá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente se obrigue a fazer oferta pública de aquisição das ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia, de modo a lhes assegurar o preço no mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle.

acionistas minoritários da Usiminas<sup>148</sup>. A decisão foi baseada na avaliação de que a aquisição das participações pela Ternium não resultou na transferência de mais da metade do capital social dentro do conjunto de controladores da Usiminas. Portanto, segundo o STJ, não se aplicava a exigência de realização de uma OPA conforme previsto no art. 254 da LSA.

---

<sup>148</sup> BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial nº 1.837.538-SP (2019/0042867-1). Relator: Ministro Moura Ribeiro. Relator p. Acórdão: Ministro Ricardo Villas Bôas Cueva. Órgão julgador: Terceira Turma. Data do julgamento: 07 mar. 2023. **Diário de Justiça Eletrônico**: 23 mar. 2023. Disponível em: [https://processo.stj.jus.br/processo/julgamento/eletronico/documento/mediado/?documento\\_tipo=integra&documento\\_sequencial=181474593&registro\\_numero=201900428671&peticao\\_numero=&publicacao\\_data=20230322&formato=PDF](https://processo.stj.jus.br/processo/julgamento/eletronico/documento/mediado/?documento_tipo=integra&documento_sequencial=181474593&registro_numero=201900428671&peticao_numero=&publicacao_data=20230322&formato=PDF). Acesso em: 28 nov. 2023.

#### **4 SOLUÇÃO E PREVENÇÃO DAS DISPUTAS DE M&A**

Como já se percebe, as operações de M&A não estão imunes a desafios, controvérsias e disputas. Fatores como a importação de disposições contratuais do direito estrangeiro, divergências quanto aos métodos de precificação do negócio celebrado, a conduta dolosa em negociações e a violação às cláusulas de declarações e garantias são apenas alguns dos aspectos que tornam tais operações num terreno fértil para o surgimento de litígios.

Visto então quais são as principais causas de controvérsias em decorrência das operações de M&A no Brasil, cabe, neste momento, entender como tais disputas são solucionadas e, até mesmo, como podem ser evitadas.

Os impactos de um litígio podem ir muito além dos custos financeiros imediatos. Atrasos decorrentes de disputas podem prejudicar as sinergias esperadas após a transação, deteriorar a reputação das empresas envolvidas e comprometer o valor intrínseco do negócio. Assim, a escolha dos métodos mais adequados é de suma importância para garantir que as disputas sejam resolvidas de maneira rápida, eficaz e com o menor prejuízo possível para as partes.

Neste cenário, conforme será demonstrado, a arbitragem emerge como uma ferramenta especialmente atrativa para a resolução de litígios em M&A. Funcionando como uma jurisdição privada, a arbitragem tende a fornecer um procedimento mais especializado, sigiloso, célere e flexível. Contudo, a maior preferência pela arbitragem em detrimento do poder judiciário não pode ser entendida como uma completa exclusão da jurisdição estatal, que também desempenha um papel de cooperação com a própria arbitragem. Ademais, iniciativas como a constituição de juízos especializados nas matérias empresariais têm fornecido mais segurança e celeridade aos procedimentos que envolvem matérias comerciais.

Por outro lado, também é muito importante entender como a redação precisa dos contratos de M&A desempenha um papel de extrema relevância para evitar o surgimento de litígios. Desse modo, o presente capítulo visa não somente explorar como se dá a atuação da arbitragem e do judiciário na resolução de disputas envolvendo as operações de M&A, mas, também, propor recomendações para mitigar os riscos de surgimento de disputas.

#### 4.1 Poder Judiciário

Uma menor parte das disputas decorrentes das operações de M&A que não são submetidas à arbitragem são, eventualmente, remetidas ao Poder Judiciário para a resolução do mérito do caso<sup>149</sup>.

Conforme será exposto adiante, a arbitragem possui uma série de vantagens que a tornam preferível em detrimento da via judicial. Apesar disso, não se pode excluir da apreciação deste trabalho a atuação do judiciário, porquanto, ainda sim, desempenha um papel relevante para que entendimento do panorama que permeia a resolução dos impasses de M&A no Brasil.

Em primeiro lugar, importa entender quais características e limitações do judiciário brasileiro levam as partes em uma transação de M&A a optar pela via arbitral para a discussão do mérito do litígio.

Em uma pesquisa<sup>150</sup> conduzida junto a 38 profissionais dos ramos jurídico e do mercado financeiro no Brasil, incluindo advogados, juizes, árbitros e banqueiros, constatou-se uma percepção geral de que há um desafio considerável no Brasil para a análise de litígios de M&A pela via judicial, dada as limitações dos tribunais brasileiros para julgar disputas que envolvem discussões complexas do direito empresarial.

Dentre os problemas apontados, dois aspectos se destacaram. Em primeiro lugar, mencionou-se a morosidade na solução das controvérsias, de modo que os procedimentos judiciais podem levar anos em face do alto número de recursos disponíveis nos mais variados graus de jurisdição. Além disso, em segundo lugar, tem-se a ausência de segurança jurídica quanto aos resultados do provimento jurisdicional, não sendo possível que se forneça orientações claras para as partes sopesarem as eventuais vantagens a serem auferidas ao buscarem, ou não, a via judicial.

Com relação à morosidade processual, tem-se que o sistema judicial brasileiro foi frequentemente descrito como pouco eficiente para a solução célere de litígios, o que ocorre por causa de um acúmulo substancial de casos para serem analisados. Essa lentidão é ainda mais ressaltada pela natureza ritualística da lei processual brasileira, que permite inúmeras oportunidades de recursos nos mais variados graus de jurisdição, onde litigantes buscam exaurir

---

<sup>149</sup> FIGUEIREDO, *op. cit.* p. 15.

<sup>150</sup> ARMOUR, John; SCHMIDT, Caroline. Building Enforcement Capacity for Brazilian Corporate and Securities Law (February 18, 2017). **European Corporate Governance Institute (ECGI)** - Law Working Paper No. 344/2017. Disponível em: <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2901698>. Acesso em 21 nov. 2023.

todas as possibilidades recursais disponíveis, prolongando, assim, o tempo até o julgamento final<sup>151</sup>.

Já com relação à insegurança jurídica, tem-se que, com a incerteza quanto aos resultados do pronunciamento jurisdicional, torna-se menos provável o acordo entre as partes, diante da dificuldade de se estimar o valor esperado que se renuncia ao optar por não levar o caso a julgamento. Uma das razões apontadas para tal insegurança se deve à ausência do caráter de precedentes vinculantes no Brasil. Ao contrário do que ocorre em sistemas de *common law*, os precedentes judiciais das instâncias inferiores não possuem o caráter vinculante de modo a orientar as partes quanto ao possível desfecho de litígios futuros. Isso impede que as partes tenham dificuldade em antecipar os prováveis resultados de litígios, trazendo uma imprevisibilidade prejudicial<sup>152</sup>.

Outro fator apontado e que contribui com esse cenário de insegurança jurídica é a falta de especialização dos juízes brasileiros em matérias empresariais. A formação e trajetória profissional dos juízes brasileiros também reflete na maneira como as disputas de M&A são avaliadas e resolvidas<sup>153</sup>.

Tradicionalmente, o ingresso na magistratura ocorre através de concursos públicos que avaliam, predominantemente, o conhecimento teórico e jurisprudencial<sup>154</sup>. Sem a experiência prática em ambientes corporativos ou empresariais, e sem uma vivência específica no mundo dos negócios, juízes podem, por vezes, enfrentar desafios ao interpretar e avaliar controvérsias que surgem em operações de M&A, que são, na maioria das vezes, intrinsecamente técnicas e comerciais.

Tal ausência marcante de especialidade, faz com que o poder judiciário seja percebido por sua estrutura generalista. Em vez de contar com tribunais ou câmaras especializadas, em sua maior parte, o Brasil apresenta uma realidade na qual os juízes podem atuar em uma ampla variedade de casos, desde matérias familiares até questões empresariais complexas. Esta generalidade pode, em certos casos, ser um desafio, especialmente quando se considera que operações de M&A frequentemente envolvem nuances contratuais e valorações financeiras que requerem um grau maior de especialização.

Um outro aspecto apontado do judiciário brasileiro, e que se revela particularmente desafiador é a abordagem interpretativa dos tribunais. Na interpretação contratual, os juízes

---

<sup>151</sup> *Ibid.*, p. 5.

<sup>152</sup> *Ibid.*, p. 7.

<sup>153</sup> *Ibid.*, *loc. cit.*

<sup>154</sup> *Ibid.*, *loc. cit.*

podem considerar as consequências sociais e econômicas de suas decisões, por força das disposições do Código Civil de 2002<sup>155</sup>, em consonância com os princípios constitucionais, que estabelecem que a liberdade de contratar deve ser exercida dentro dos limites da função social do contrato e da propriedade.

Em vez de se limitar estritamente aos termos acordados pelas partes, os juízes brasileiros têm a prerrogativa – e, em muitos casos, o dever – de considerar as consequências econômicas e sociais de suas decisões. Esta abordagem pode trazer um grau de incerteza para as partes, pois há um elemento de discricionariedade na interpretação judicial que pode se desviar do entendimento tradicional e literal dos contratos.

#### ***4.4.1 Varas judiciais especializadas em direito empresarial***

Na tentativa de superar algumas das limitações apontadas no tópico anterior, merece destaque a iniciativa de alguns estados da Federação de instituírem varas especializadas em direito empresarial.

Relembra-se que uma pequena parcela das disputas decorrentes das operações de M&A que não estão sujeitas a convenções de arbitragem são levadas aos tribunais brasileiros, e, na maioria das vezes, tais disputas são direcionadas ao poder judiciário do estado de São Paulo, em razão de ser o centro financeiro do país e onde se localiza a maior parte das empresas.

No ensejo da implementação da, à época, nova Lei de Recuperação e Falências (LRF) em 2005<sup>156</sup>, o Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo (TJ/SP) criou a Câmara Especial de Falências e Recuperação. Dentre as razões para esta especialização, apontou-se a necessidade de responder de forma mais ágil e precisa aos litígios das matérias concursais. Além disso, a especialização proposta buscava não apenas acelerar os procedimentos, mas também criar precedentes robustos, baseados em decisões especializadas nos casos de recuperação judicial e falências<sup>157</sup>.

Diante da boa reputação construída pelas varas especializadas no direito recuperacional, no ano de 2011 tal iniciativa se expandiu para a criação da Câmara Reservada de Direito Empresarial, responsável por decidir casos envolvendo matérias empresariais,

---

<sup>155</sup> Art. 421. A liberdade contratual será exercida nos limites da função social do contrato.

<sup>156</sup> BRASIL. **Lei nº 11.101, de 09 de fevereiro de 2005**. Regula a recuperação judicial, a extrajudicial e a falência do empresário e da sociedade empresária. Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil, Brasília, DF, 09 fev. 2005. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2004-2006/2005/lei/111101.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2005/lei/111101.htm). Acesso em: 21 nov. 2023.

<sup>157</sup> ARMOUR; SCHMIDT, *op. cit.* p. 12.

incluindo desde discussões societárias até mesmo matérias relacionadas à Propriedade Industrial. Posteriormente as Câmaras foram unificadas, criando a então a 1ª e a 2ª Câmara de Direito Empresarial<sup>158</sup>.

Os juízes que compõem essas câmaras especializadas são escolhidos com base em sua expertise no direito comercial, proporcionando um nível de conhecimento técnico e prático que seria difícil de se alcançar em tribunais generalistas. Além disso, a criação de enunciados pelas Câmaras de Direito Empresarial, por sua vez, oferece um norte mais claro para as partes, indicando a posição do tribunal sobre questões específicas e, assim, promovendo a previsibilidade e a consistência.

A presença de varas especializadas em direito empresarial, sobretudo em um estado de grande relevância econômica como São Paulo, exerce um impacto direto na resolução de disputas relacionadas a operações de M&A. A especialização proporciona uma compreensão mais profunda das complexidades e nuances dessas operações, possibilitando decisões mais informadas e justas. Além disso, a velocidade e eficiência são características mais notórias nessas varas, uma vez que lidam com casos de natureza semelhante e, portanto, têm processos mais otimizados.

Em estudo para verificar a celeridade das varas empresariais do estado de São Paulo e a qualidade das decisões proferidas, Ana Paula Ribeiro Nani<sup>159</sup> concluiu que as disputas empresariais que são encaminhadas às varas empresariais são julgadas de forma mais rápida. O tempo médio de tramitação das ações é de 217,8 dias, enquanto nas varas generalistas se leva, em média, 415 dias, quase o dobro do tempo. Além disso, também se verificou que as decisões de varas empresariais têm mais qualidade e previsibilidade, o que contribui para um melhor ambiente de negócios.

Em razão de tais vantagens, e inspirados por essa iniciativa, outros estados brasileiros também decidiram implementar juízos especializados nas matérias relativas ao direito empresarial, dentre os quais podem ser citados os estados do Rio de Janeiro, Rio Grande do Sul e Minas Gerais.

---

<sup>158</sup> SÃO PAULO. TJSP é modelo de especialização em Direito Empresarial, Falências e Recuperação Judicial. **TJSP**, Comunicação Social, ago. 2020. Disponível em: <https://www.tjsp.jus.br/Noticias/Noticia?codigoNoticia=61822>. Acesso em: 20 nov. 2023.

<sup>159</sup> NANI, Ana Paula Ribeiro. **As varas empresariais do Tribunal de Justiça de São Paulo**: os impactos no tempo médio processual, na qualidade das decisões e na previsibilidade dos julgamentos em matéria empresarial. 2023. Dissertação (Direito) – Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2023.

Neste ensejo, o Conselho Nacional de Justiça (CNJ), por meio da Recomendação nº 56, de 22 de outubro de 2019<sup>160</sup>, também recomendou aos tribunais de justiça de todo o país que promovam a especialização de varas e a criação de câmaras ou turmas especializadas em falência, recuperação empresarial e outras matérias de Direito Empresarial.

## 4.2 Arbitragem

O Brasil, até a década de 90, não possuía uma vasta tradição em arbitragem, sendo esta vista como uma delegação imprópria da autoridade decisória reservada aos tribunais<sup>161</sup>. Contudo, com a promulgação da Lei de Arbitragem em 1996, houve uma transformação significativa na percepção e aplicação da arbitragem no país.

Desde então, o Brasil se tornou um país favorável ao instituto da arbitragem, desenvolvendo uma jurisprudência consolidada que apoia a arbitragem pactuada sob o prisma da autonomia das partes.

Esta mudança na legislação e na mentalidade jurídica representa um marco no sistema de resolução de disputas no Brasil, refletindo uma adaptação às práticas globais e proporcionando um mecanismo alternativo eficiente para a solução de conflitos, em especial das matérias decorrentes das operações de M&A.

A arbitragem é um método alternativo de solução de conflitos em que as partes, de comum acordo, submetem a questão litigiosa a uma terceira pessoa, ou várias pessoas, que constituirão um tribunal arbitral<sup>162</sup>.

Quem haverá de julgar a demanda não é o juiz togado, mas antes, os árbitros escolhidos pelas partes. Não obstante, a sentença arbitral possui a mesma eficácia de sentença judicial, apta a fornecer um provimento que solucione a controvérsia apresentada pelas partes que convencionaram, entre si, a instauração de arbitragem<sup>163</sup>. O árbitro é juiz de fato e de direito, e a sentença arbitral é título executivo judicial.

As partes decidem se submeter à arbitragem por meio de uma convenção, que pode se dar através de uma Cláusula Compromissória ou do Compromisso Arbitral. A cláusula compromissória é a previsão de caráter preventivo em contrato de que eventuais conflitos

---

<sup>160</sup> CONSELHO NACIONAL DE JUSTIÇA. **Recomendação nº 56, de 22 de outubro de 2019**. Brasília, DF, 2009. Disponível em: <https://atos.cnj.jus.br/files/original203916201911045dc08c74f3d34.pdf>. Acesso em: 21 nov. 2023.

<sup>161</sup> ARMOUR; SCHMIDT, *op. cit.* p. 9.

<sup>162</sup> LEMES, Selma Ferreira. **Arbitragem na administração pública: fundamentos jurídicos e eficiência econômica**. São Paulo: Quartier Latin, 2007. p. 59.

<sup>163</sup> CARMONA, Carlos Alberto. **Arbitragem e processo**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2009. p. 15.

emergentes da relação acordada serão resolvidos por arbitragem. Já o compromisso arbitral seria o instrumento firmado pelas partes diante de um conflito manifesto e já deflagrado entre os envolvidos, no qual se direciona ao juízo arbitral a responsabilidade de analisar e solucionar a questão<sup>164</sup>.

Assim, observa-se que a diferença central entre cláusula compromissória e compromisso arbitral se dá sobre o momento em que as partes resolvem delegar a solução de seus conflitos à arbitragem. Na cláusula compromissória este momento é antes do surgimento do conflito, de forma preventiva em contrato. Já no compromisso arbitral, o momento da escolha se dá quando o conflito já existe e, por conveniência das partes, estas decidem por conduzi-lo à jurisdição arbitral. É comum que as disputas decorrentes de M&A sejam resolvidas por arbitragem em razão de Cláusula Compromissória estipulada nos contratos definitivos da negociação.

A cláusula compromissória pode ser classificada em várias modalidades, cada uma com características distintas<sup>165</sup>. A cláusula compromissória "cheia" especifica todos os detalhes da arbitragem, incluindo o procedimento, o local, o idioma, as regras aplicáveis e, frequentemente, a nomeação do árbitro ou do órgão arbitral. Em contraste, a cláusula "vazia" é menos específica, apenas indicando a escolha da arbitragem como método de resolução de conflitos, deixando os detalhes para serem determinados no momento do surgimento da disputa.

Outra forma de cláusula compromissória que pode ser adotada é a cláusula escalonada, que estabelece uma série de etapas a serem seguidas antes de se recorrer à arbitragem, como negociação e mediação. Este tipo de cláusula busca resolver o conflito de maneira mais eficiente e menos custosa antes de se iniciar um procedimento arbitral formal<sup>166</sup>.

Além disso, a cláusula compromissória pode ser institucional ou *ad hoc*. Na primeira, a arbitragem é administrada por uma instituição arbitral, que fornece um conjunto de regras e auxilia na condução do processo. Na arbitragem *ad hoc*, por outro lado, as partes possuem maior liberdade para definir as regras e o procedimento, sem a supervisão de uma instituição arbitral<sup>167</sup>.

---

<sup>164</sup> CAHALI, Francisco José. **Curso de Arbitragem: Mediação, Conciliação, Tribunal Multiportas**. 8. ed. São Paulo: Thomson Reuters Revista dos Tribunais, 2022. RB-6.1. e-book. Disponível em: <https://proview.thomsonreuters.com/launchapp/title/rt/monografias/77225019/v9/page/RB-6.1>. Acesso em: 28 maio 2023.

<sup>165</sup> FICHTNER, José A.; MANNHEIMER, Sergio N.; MONTEIRO, André L. **Teoria Geral da Arbitragem**. Rio de Janeiro: Forense, 2019. p. 121.

<sup>166</sup> *Ibid.*, *loc. cit.*

<sup>167</sup> *Ibid.*, p. 82.

#### 4.2.1 As vantagens da arbitragem

Várias são as vantagens que a arbitragem pode oferecer na resolução de disputas decorrentes de operações de M&A, o que faz com que ela seja preferencialmente escolhida pelas partes em alternância ao Poder Judiciário, particularmente no contexto brasileiro.

Esta abordagem se destaca por oferecer uma alternativa eficiente às varas judiciais comuns, marcadas muitas vezes por uma resolução morosa e não satisfatória dos processos a elas encaminhados.

Uma das principais vantagens da arbitragem, e quase sempre levada em consideração pelas partes, é a confidencialidade. No Brasil, embora a Lei de Arbitragem não estabeleça a confidencialidade como um padrão, é comum que as partes concordem com a previsão do sigilo em torno das suas disputas, com exceção das disputas que envolvem a administração pública.

A maioria das instituições arbitrais brasileiras adotam a confidencialidade em suas regras procedimentais<sup>168</sup>. Esse aspecto é crucial em operações de M&A, onde informações sensíveis e estratégicas das empresas estão em pauta. Assim, a confidencialidade ajuda a preservar interesses comerciais e a reputação das partes envolvidas.

Outro aspecto relevante é a oportunidade de as partes terem a sua controvérsia analisada por um profissional mais especializado. Diferentemente dos juízes comuns, os árbitros em procedimentos de M&A geralmente possuem um conhecimento especializado no campo empresarial e, quase sempre, são escolhidos pelas partes em razão da expertise que possuem. Isso é fundamental para uma tomada de decisão mais informada e previsível<sup>169</sup>. Essa expertise específica dos árbitros proporciona um julgamento mais alinhado às complexidades e nuances das operações de M&A<sup>170</sup>.

Além disso, a arbitragem possui a tendência de ser mais ágil do que o processo judicial comum<sup>171</sup>. Embora os árbitros não possuam poderes coercitivos próprios e dependam do sistema judiciário para a execução das sentenças, a atuação do judiciário se limita, basicamente, à execução da decisão arbitral e, em alguns casos, no acolhimento provisório de medidas cautelares.

---

<sup>168</sup> A exemplo da Câmara de Mediação e Arbitragem Empresarial – Brasil (CAMARB), Câmara de Arbitragem do Mercado (CAM) e o Centro de Arbitragem e Mediação da Câmara de Comércio Brasil-Canadá (CAM-CCBC).

<sup>169</sup> ARMOUR; SCHMIDT, *op. cit.* p. 7.

<sup>170</sup> FICHTNER; MANNHEIMER; MONTEIRO, *op. cit.* p. 50.

<sup>171</sup> *Ibid.*, p. 47.

A Lei de Arbitragem Brasileira, apoiando-se no princípio da 'competência-competência', reconhece a capacidade dos árbitros de decidirem sobre a sua própria competência, o que minimiza a possibilidade de eventuais recursos em sede judicial que visem obstar o procedimento arbitral ou torná-lo ineficaz<sup>172</sup>.

No entanto, a arbitragem não possui somente vantagens, também é importante que se considere algumas outras consequências do uso desse instituto para solucionar litígios decorrentes das operações de M&A. Em primeiro lugar, pelo fato das decisões proferidas serem confidenciais, não há a divulgação do racional por trás das decisões, o que prejudica a consolidação de uma jurisprudência arbitral para guiar as partes quanto aos prováveis resultados das disputas<sup>173</sup>.

Em razão disso, como já vimos, medidas como a da Câmara do Mercado possuem especial relevância, uma vez que a instituição permite a divulgação de parte de sentenças de arbitragem, com foco na tese e nos fundamentos legais estabelecidos na decisão, contanto que as identidades ou qualquer outro dado que possam identificar as partes sejam mantidos em sigilo. Essa medida busca equilibrar a necessidade de confidencialidade com a utilidade das decisões arbitrais para orientar futuras disputas.

Por fim, um outro aspecto que deve ser sopesado é com relação aos custos. A arbitragem geralmente envolve custos iniciais mais elevados do que o litígio judicial, devido a taxas como registro, administração e honorários dos árbitros. Contudo, também se argumenta que, a longo prazo, esses custos podem representar uma economia, dada a eliminação dos custos de gestão de um processo judicial mais prolongado.

No entanto, devido à falta de dados estatísticos concretos sobre este aspecto, a comparação de custos entre arbitragem e processo judicial permanece inconclusiva, não permitindo afirmar categoricamente que a arbitragem seja mais econômica ou mais dispendiosa em comparação com o litígio judicial<sup>174</sup>.

---

<sup>172</sup> Art. 8º (...) Parágrafo único. Caberá ao árbitro decidir de ofício, ou por provocação das partes, as questões acerca da existência, validade e eficácia da convenção de arbitragem e do contrato que contenha a cláusula compromissória.

<sup>173</sup> NANI, Ana Paula Ribeiro; PRADO, Viviane Muller; FONSECA, João Vitor Farias Jatahy. Pílulas de Conhecimento: o que o ementário da CAM-B3 revela sobre o contencioso de M&A em arbitragem? *In*: ADAMEK, Marcelo Vieira von; PEREIRA, Rafael Setoguti J. (Coord.). **Fusões e Aquisições (M&A)**. 1. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2022. v. 1, p. 993-1004.

<sup>174</sup> FICHTNER; MANNHEIMER; MONTEIRO, *op. cit.* p. 47.

### 4.3 A cooperação entre o judiciário e a arbitragem

A escolha pela arbitragem de maneira alguma deve ser entendida como desprezo ao Poder Judiciário, tampouco deve se estabelecer uma relação de concorrência entre as duas modalidades, mas antes, é importante que se reconheça a tarefa fundamental desempenhada pelo poder judiciário, que, em conjunto com a arbitragem, constitui força convergente ao mesmo objetivo fundamental, qual seja, a atuação da vontade concreta do Direito e, conseqüentemente, a resolução de conflitos e pacificação com justiça<sup>175</sup>.

Nesse contexto, segundo Alexandre Freitas Câmara<sup>176</sup>, deve haver uma convivência harmônica entre a arbitragem e o Poder Judiciário, o que se dará por meio de uma relação de cooperação entre ambos os sistemas.

Sob o ponto de vista das operações de M&A, e dos litígios que delas podem surgir, é fundamental que as partes entendam que, muitas vezes, terão que se deparar com uma mesma disputa em trâmite em diferentes jurisdições, seja a jurisdição estatal sob a atuação do poder judiciário, ou a jurisdição privada no âmbito de uma arbitragem. Em tal contexto, é importante que as partes saibam como conduzir essas disputas, extraindo o melhor da relação de cooperação que deve existir entre o judiciário e a arbitragem.

No Brasil, a Lei de Arbitragem estabelece diretrizes claras para essa interação, delineando os limites e as possibilidades de atuação conjunta entre a jurisdição estatal e a arbitral.

Os Artigos 6º e 7º da Lei<sup>177</sup> abordam a instituição da arbitragem, destacam a intervenção do judiciário em situações de impasse para a instauração do procedimento arbitral, garantindo que o processo arbitral possa se iniciar de maneira justa e eficiente.

Além disso, também evidenciam a atuação do judiciário para forçar a parte recalcitrante em ingressar o procedimento arbitral. Tais medidas evidenciam um papel

---

<sup>175</sup> FICHTNER; MANNHEIMER; MONTEIRO, *op. cit.* p. 13.

<sup>176</sup> CÂMARA, Alexandre Freitas. Das relações entre a arbitragem e o Poder Judiciário. **Revista Brasileira de Arbitragem**. Porto Alegre: Síntese, 2005. v. 2. n. 6. p. 19. abr.-jun.

<sup>177</sup> Art. 6º Não havendo acordo prévio sobre a forma de instituir a arbitragem, a parte interessada manifestará à outra parte sua intenção de dar início à arbitragem, por via postal ou por outro meio qualquer de comunicação, mediante comprovação de recebimento, convocando-a para, em dia, hora e local certos, firmar o compromisso arbitral.

Parágrafo único. Não comparecendo a parte convocada ou, comparecendo, recusar-se a firmar o compromisso arbitral, poderá a outra parte propor a demanda de que trata o art. 7º desta Lei, perante o órgão do Poder Judiciário a que, originariamente, tocara o julgamento da causa.

Art. 7º Existindo cláusula compromissória e havendo resistência quanto à instituição da arbitragem, poderá a parte interessada requerer a citação da outra parte para comparecer em juízo a fim de lavrar-se o compromisso, designando o juiz audiência especial para tal fim.

fundamental do judiciário: o de assegurar o cumprimento dos acordos prévios de arbitragem, respeitando a vontade das partes e a autonomia da arbitragem, mas intervindo quando necessário para garantir a efetividade do processo.

A escolha do árbitro, conforme o Artigo 13, §2º<sup>178</sup>, é outro momento em que o judiciário pode ter um papel relevante. Se as partes nomearem um número par de árbitros e não chegarem a um consenso sobre um árbitro adicional, o judiciário pode ser chamado para resolver o impasse. Essa intervenção judicial visa a manter a eficácia do processo arbitral, garantindo que a arbitragem não seja paralisada por desacordos sobre a composição do tribunal arbitral.

As disposições dos Artigos 22-A, 22-B e 22-C tratam das tutelas cautelares e de urgência e da carta arbitral. Elas estabelecem que, antes da arbitragem ser instituída, o judiciário pode conceder medidas cautelares ou de urgência<sup>179</sup>. Após a instauração da arbitragem, esses poderes passam para os árbitros.<sup>180</sup> Isso reflete uma divisão de responsabilidades cuidadosamente balanceada: o judiciário atua quando a arbitragem ainda não tem condições de fazê-lo, mas, uma vez que a arbitragem esteja em curso, é aos árbitros que cabe decidir sobre essas questões. A carta arbitral, por sua vez, permite que os árbitros solicitem a atuação do judiciário para cumprir atos dentro de sua competência territorial, mostrando uma colaboração efetiva entre as duas esferas<sup>181</sup>.

Por fim, o Artigo 31<sup>182</sup> enfatiza que a sentença arbitral tem os mesmos efeitos que uma sentença judicial e é um título executivo para os fins do disposto no Art. 515 do CPC<sup>183</sup>.

---

<sup>178</sup> Art. 13. Pode ser árbitro qualquer pessoa capaz e que tenha a confiança das partes.

§ 1º As partes nomearão um ou mais árbitros, sempre em número ímpar, podendo nomear, também, os respectivos suplentes.

§ 2º Quando as partes nomearem árbitros em número par, estes estão autorizados, desde logo, a nomear mais um árbitro. Não havendo acordo, requererão as partes ao órgão do Poder Judiciário a que tocara, originariamente, o julgamento da causa a nomeação do árbitro, aplicável, no que couber, o procedimento previsto no art. 7º desta Lei.

<sup>179</sup> Art. 22-A. Antes de instituída a arbitragem, as partes poderão recorrer ao Poder Judiciário para a concessão de medida cautelar ou de urgência.

Parágrafo único. Cessa a eficácia da medida cautelar ou de urgência se a parte interessada não requerer a instituição da arbitragem no prazo de 30 (trinta) dias, contado da data de efetivação da respectiva decisão.

<sup>180</sup> Art. 22-B. Instituída a arbitragem, caberá aos árbitros manter, modificar ou revogar a medida cautelar ou de urgência concedida pelo Poder Judiciário.

Parágrafo único. Estando já instituída a arbitragem, a medida cautelar ou de urgência será requerida diretamente aos árbitros.

<sup>181</sup> Art. 22-C. O árbitro ou o tribunal arbitral poderá expedir carta arbitral para que o órgão jurisdicional nacional pratique ou determine o cumprimento, na área de sua competência territorial, de ato solicitado pelo árbitro.

Parágrafo único. No cumprimento da carta arbitral será observado o segredo de justiça, desde que comprovada a confidencialidade estipulada na arbitragem.

<sup>182</sup> Art. 31. A sentença arbitral produz, entre as partes e seus sucessores, os mesmos efeitos da sentença proferida pelos órgãos do Poder Judiciário e, sendo condenatória, constitui título executivo.

<sup>183</sup> Art. 515. São títulos executivos judiciais, cujo cumprimento dar-se-á de acordo com os artigos previstos neste Título: (...) VII - a sentença arbitral.

Isso significa que, embora a arbitragem seja uma forma alternativa de resolução de disputas, suas conclusões são vinculantes e respeitadas pelo judiciário, garantindo a efetividade e a seriedade do processo arbitral.

Desse modo, observa-se que a Lei de Arbitragem estabelece um quadro de cooperação entre o Poder Judiciário e a arbitragem, respeitando a autonomia e a especificidade de cada modalidade ao muito bem delimitar a necessidade de intervenção judicial em situações específicas. O conhecimento desta interação é fundamental para que as partes envolvidas em uma disputa de M&A possam tirar o melhor proveito da cooperação entre a jurisdição pública e privada e, assim, conferirem uma eficácia à resolução de suas controvérsias.

#### **4.4 A redação da cláusula de solução de controvérsias.**

Além de conhecer o modo pelo qual as disputas são solucionadas e, não obstante a preferência do mercado pelo juízo arbitral para a discussão das controvérsias decorrentes dos contratos de M&A, ainda sim, a mera disposição de uma cláusula de resolução de disputas com direcionamento à arbitragem não é garantia de que o litígio terá uma resolução eficiente. Para isso, é imprescindível que a cláusula de solução de controvérsias seja bem redigida e contemple o interesse das partes na resolução de um conflito do modo menos custoso possível, tanto em termos financeiros, mas principalmente, com relação ao tempo de solução.

A estipulação de cláusula compromissória em contratos de M&A é quase que um procedimento padrão, em razão das vantagens oferecidas por este método alternativo ao judiciário, destacando-se, especialmente, a confidencialidade do procedimento arbitral. Desse modo, as partes convencionam que eventuais disputas que surjam em decorrência da relação pactuada serão submetidas à arbitragem, observadas as normas da Lei de Arbitragem<sup>184</sup>.

Em primeiro lugar, recomenda-se que as partes optem por firmar uma cláusula compromissória cheia, no intuito de conferir maior eficácia à arbitragem<sup>185</sup>. A cláusula cheia não somente garante que as disputas serão resolvidas por arbitragem, como também estabelece os demais aspectos de como tal disputa será resolvida, o que inclui a escolha da lei aplicável, da instituição arbitral responsável pela administração do processo ou as regras aplicáveis em uma disputa não institucional (*ad-hoc*), o idioma, bem como as regras procedimentais que serão adotadas.

---

<sup>184</sup> COUTINHO, *op. cit.* p. 330.

<sup>185</sup> MOSES, Jonathan M. *Drafting M&A Contracts to Minimise the Risk of Disputes. M&A Arbitration Guide - 4th Edition.* London, UK, 2022.

É importante que todos esses detalhes já estejam definidos quando da negociação dos instrumentos definitivos, porque se somente forem discutidos na iminência do conflito, a relação já potencialmente desgastada entre as partes pode comprometer a negociação de tais pontos e a disputa acabe se dirigindo ao judiciário para a solução de tais entraves, o que pode intensificar ainda mais o conflito e resultar em uma maior onerosidade sobre as partes.

Geralmente as disputas arbitrais são endereçadas a câmaras arbitrais de boa reputação, tais instituições irão auxiliar as partes e o tribunal na administração do procedimento, ou no cenário em que eventuais divergências surjam sobre pontos no qual a cláusula arbitral é silente ou em algum outro aspecto procedimental.

Contudo, nada impede que as partes optem por uma arbitragem *ad-hoc*, a qual será administrada pelas partes e pelos árbitros somente. Nesse caso é recomendável que já sejam definidas as regras que haverão de nortear o procedimento, sendo a mais famosa delas e, também, a mais aconselhável, as regras de arbitragem da Comissão das Nações Unidas para o Direito Comercial Internacional (UNCITRAL Arbitration Rules).

Um outro cuidado que deve ser tomado é com relação a estipulação de um foro concomitantemente à estipulação de cláusula arbitral. A cláusula de eleição de foro, por si só, não é incompatível com a cláusula arbitral, uma vez que pode haver previsões de atuações distintas.

Como já entendeu o STJ<sup>186</sup>, as disposições não se excluem mutuamente, sendo possível que o âmbito de abrangência se distinga, sendo o foro judiciário, por exemplo, responsável pela concessão de medidas de urgência, pela execução da sentença e pela condução à arbitragem da parte recalcitrante.

O problema, todavia, ocorrerá se as cláusulas de eleição de foro e de instituição de arbitragem tiverem a mesma finalidade. Por causa disso, é importante que se delegue o cerne da resolução das disputas e discussão das matérias de mérito, procedimento e a própria contestação de validade do procedimento arbitral à arbitragem. Enquanto os aspectos não centrais, por sua vez, como as medidas de emergência pré-arbitrais, execução da sentença e qualquer outra medida em que o auxílio judicial se faça necessário, sejam remetidas a um foro específico designado pelas partes.

---

<sup>186</sup> BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. **Recurso Especial nº 904813/PR** (2006/0038111-2). Relatora: Ministra Nancy Andrighi, T3 – Terceira Turma, Brasília, DF, 20 out. 2011. Disponível em: <https://processo.stj.jus.br/processo/pesquisa/?tipoPesquisa=tipoPesquisaNumeroRegistro&termo=200600381112&totalRegistrosPorPagina=40&aplicacao=processos.ea>. Acesso em: 22 nov. 2023.

Um outro aspecto que deve ser considerado se refere à possibilidade de as partes indicarem os árbitros que irão analisar a controvérsia, o que é, de certo modo, uma vantagem da arbitragem, dada a oportunidade que as partes têm de receber um julgamento mais especializado sobre a matéria controvertida.

Contudo, não é aconselhável que se estipule na convenção arbitral requisitos e qualificações muito específicas para a nomeação de um árbitro e, tampouco, que se nomeie previamente os possíveis árbitros. Uma especificidade demasiada com relação a tais aspectos pode conferir uma maior rigidez para o início do procedimento e, até mesmo, inviabilizar a sua célere instauração, por não se encontrar árbitros disponíveis com as qualificações almejadas pelas partes.

#### **4.5 A redação contratual como forma de evitar disputas**

Não obstante a abordagem de como gerir um conflito de modo eficiente, ainda mais importante é evitá-lo. Desse modo, é imprescindível que o contrato de M&A seja redigido de modo a minimizar riscos e conferir mais segurança jurídica para as partes.

Para isso, é necessário que os atores por trás da redação de tais contratos tenham um cuidado especial na hora de estipular as disposições que serão avençadas, principalmente nas cláusulas que podem ser consideradas mais críticas e, também, sempre devem estar atentos às raízes de potenciais disputas.

Sendo assim, considerando principalmente as causas de disputas apontadas neste trabalho, o foco do presente tópico é discutir algumas disposições que podem ser adotadas pelas partes para mitigar os riscos de surgimento de conflito, a partir da elaboração de instrumentos claros, coesos e bem-negociados.

##### ***4.5.1 Fechamento da Operação***

Quando se frustra o fechamento de uma operação, seja em decorrência do não cumprimento de alguma condição precedente, ou, simplesmente, pela mera desistência, tem-se um cenário propício ao aparecimento de litígios. Nesse sentido, duas disposições merecem ser destacadas para evitar que esse cenário não se concretize, a saber, a cláusula de *break-up fee*, ou simplesmente taxa de insucesso, e a disposição de melhores esforços.

Com relação à Taxa de Insucesso, é uma disposição que impõe a obrigação de pagamento de determinada quantia a uma das partes em decorrência do não fechamento da operação<sup>187</sup>. Serve, portanto, como mecanismo de incentivo para a conclusão da operação ao desestimular a desistência e compensar uma das partes pelo tempo e recursos eventualmente dispendidos até o momento. Essa cláusula pode ser alocada tanto pelo comprador como pelo vendedor.

Sob um primeiro olhar, a cláusula de *Break-Up Fee* pode ser entendida como uma multa contratual e, portanto, sujeita às disposições dos artigos 408 a 416 do Código Civil. Contudo, Judith Martins Costa<sup>188</sup> assevera que tal cláusula também pode receber o tratamento de uma obrigação de garantia, quando, por exemplo, o insucesso da operação decorrer de fatos que não sejam imputáveis a uma das partes.

Independentemente do tratamento a ela conferido, se de cláusula penal ou obrigação de garantia, a cláusula de *break-up fee* pode desestimular a desistência do potencial adquirente ou do potencial vendedor de concluir a operação, e mesmo no caso em que não ocorra o fechamento em si, haverá uma compensação de eventuais danos que uma parte poderá ter sofrido, reduzindo-se, assim, a possibilidade de litígios<sup>189</sup>.

Uma outra cláusula que merece destaque é a disposição sobre o dever de cooperação, muitas vezes previsto na cláusula de melhores esforços, ou esforços necessários, provenientes da expressão em inglês *best efforts*. O objetivo dessa cláusula é garantir que as partes atuem de boa-fé e empreendam as diligências necessárias, e que estejam ao seu alcance, para cumprir os atos necessários ao fechamento<sup>190</sup>.

O alcance desse tipo de disposição pode ser alvo de discussão em sede de disputas arbitrais ou judiciais, principalmente no caso em que o fechamento não se concretizou em decorrência de algum ato sob o escopo de tal cláusula. As partes podem alegar que a contraparte não empreendeu os esforços necessários para o cumprimento da condição precedente ou, por outro lado, que o intuito desta cláusula não era garantir a satisfação da condicionante, mas antes, de envidar os melhores esforços para a sua obtenção.

Uma redação precisa das disposições de melhores esforços é imprescindível para atenuar, e, até mesmo, evitar esse tipo de discussão que pode ser levantada pelas partes. Desse

---

<sup>187</sup> MOSES, Jonathan M. Drafting M&A Contracts to Minimise the Risk of Disputes. **M&A Arbitration Guide** - 4th Edition. London, UK, 2022.

<sup>188</sup> MARTINS-COSTA, Judith. A cláusula break up fee: qualificação perante o direito brasileiro. **Revista de Direito Societário e M&A**. São Paulo: Editora RT, 2022. v. 1, ano 1, jan.-jun., p. 7.

<sup>189</sup> MOSES, Jonathan M. Drafting M&A Contracts to Minimise the Risk of Disputes. **M&A Arbitration Guide** - 4th Edition. London, UK, 2022.

<sup>190</sup> MIZOGUTI, *op. cit.* p. 167.

modo, se faz importante que as partes não se atenham a uma disposição genérica desta cláusula, mas antes, façam a previsão detalhada da conduta esperada por cada parte.

Desse modo, aconselha-se que as partes prevejam minuciosamente quais são os passos que devem ser adotados para a obtenção do fechamento, incluindo até mesmo a previsão do máximo de recursos financeiros que cada parte deverá empreender para satisfazer as condições pendentes<sup>191</sup>. Assim, alinha-se as expectativas dos contratantes e, coloca-se em termos mais práticos do que se espera como melhores esforços e o emprego das diligências necessárias.

#### ***4.5.2 Declarações e garantias***

Fora visto que uma das principais causas de litígios em operações de M&A decorre da assimetria de informações entre as partes envolvidas. Essa assimetria informacional terá impactos principalmente na estipulação da cláusula de declarações e garantias. Quando da alegação de quebra de qualquer uma das declarações prestadas, pode-se estar diante da iminência de um conflito.

Por causa disso, é importante que existam previsões adequadas nas cláusulas de declarações e garantias, que contribuam para a redução de incertezas e disputas. Uma forma eficiente de limitar a exposição contínua após a conclusão da transação é através da implementação de um período no qual, após o fechamento da transação, as declarações e garantias feitas por ambas as partes permanecem válidas e podem ser invocadas para reivindicações de indenização<sup>192</sup>.

Nesse sentido, é comum que as partes baseiem o período de acordo com o prazo prescricional das matérias que estão sendo garantidas, e que podem vir a ser reivindicadas por terceiros em face da empresa-alvo. Essa abordagem permite que as partes minimizem a incerteza em torno do período durante o qual as representações e garantias feitas na aquisição podem ser contestadas.

Além disso, a estipulação de um valor compensatório mínimo pode reduzir disputas sobre itens relativamente triviais, enquanto a estipulação de um teto máximo indenizatório oferece segurança ao vendedor quanto ao limite da sua exposição aos riscos<sup>193</sup>.

---

<sup>191</sup> MOSES, Jonathan M. *Drafting M&A Contracts to Minimise the Risk of Disputes. M&A Arbitration Guide - 4th Edition*. London, UK, 2022.

<sup>192</sup> MOSES, *loc. cit.*

<sup>193</sup> MOSES, *loc. cit.*

Ademais, uma outra medida de alocação de risco que pode ser adotada é a instituição de uma conta de garantia, também denominada de conta *Escrow*, que garante a disponibilidade dos fundos para o comprador em caso de quaisquer despesas incorridas sob a responsabilidade dos vendedores<sup>194</sup>.

Outra medida que vem se tornando cada vez mais utilizada é a estipulação de um seguro para as declarações e garantias. O objetivo de tal seguro é proteger uma das partes (quase sempre o comprador) contra o risco de que a outra parte tenha violado suas representações e garantias. Este tipo de seguro pode ser uma ferramenta valiosa para ambas as partes, pois fornece uma camada adicional de segurança ao comprador e pode facilitar negociações, especialmente em casos em que há preocupações significativas sobre a solidez das representações e garantias oferecidas<sup>195</sup>.

#### **4.5.3 Cláusulas que envolvam o preço**

Discussões relacionadas ao preço da operação estão entre as mais comuns em litígios decorrentes de M&A. Como visto, muitas são as motivações para que isso ocorra, mas, resumidamente, podem ser compreendidas quando as expectativas iniciais de valor da empresa não mais condizem com a situação real do negócio após a conclusão da operação. Desse modo, disposições como as de ajuste de preço e, até mesmo, a cláusula de *earn-out* possuem especial relevância.

Com relação às hipóteses de ajuste de preço após a operação, é essencial estabelecer claramente qual serão os critérios e metodologias utilizadas para que isso ocorra. Caso surjam eventuais divergências sobre o cálculo correto para o ajuste de preço, se torna interessante o auxílio de um auditor independente, previamente escolhido pelas partes, que atuará exclusivamente como um especialista, e não como um árbitro. Essa abordagem, além de proporcionar uma resolução técnica e imparcial do impasse, afasta a possibilidade de judicialização prematura do conflito<sup>196</sup>.

É crucial, ainda sobre o ajuste de preço, que as partes tenham uma compreensão clara e mútua de como será o tratamento das informações contábeis, tais como o capital de giro, receitas e rendimentos. É preferível que tal definição já esteja alinhada com os padrões da contabilidade operacional da empresa-alvo, desse modo vendedores e compradores já estarão

---

<sup>194</sup> COUTINHO, *op. cit.* p. 330.

<sup>195</sup> MOSES, *op. cit.*

<sup>196</sup> MOSES, *loc. cit.*

habituaados com o procedimento contábil a ser adotado, caso contrário, pode ser criado um descompasso no acerto das partes após o fechamento<sup>197</sup>.

Já as cláusulas de *earn-out*, por sua vez, permitem que o vendedor obtenha rendimentos com base no desempenho do negócio após o fechamento<sup>198</sup>. Tais disposições são particularmente propensas a disputas, vez que frequentemente transformam o desacordo de hoje sobre o preço do negócio em um litígio futuro sobre o resultado da empresa<sup>199</sup>.

Para minimizar o risco de disputa, é imprescindível a prévia negociação da cláusula de *earn-out* cuidadosamente. É importante que se considere a imposição do dever de boa-fé na condução do empreendimento pelos compradores, que deverão desempenhar suas atividades no curso normal dos negócios e sem a tomada de medidas excepcionais que possam afetar o rendimento da empresa e o valor a ser recebido pelo vendedor a título de *earn-out*<sup>200</sup>.

---

<sup>197</sup> MOSES, *loc. cit.*

<sup>198</sup> COUTINHO, *op. cit.* p. 292.

<sup>199</sup> MOSES, *op. cit.*

<sup>200</sup> MOSES, *loc. cit.*

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo explorou as principais causas das disputas decorrentes das operações de Fusões e Aquisições (M&A) no Brasil, bem como as respectivas formas de resolução e prevenção de tais litígios.

Com base na análise das fontes pesquisadas, foi possível extrair algumas causas frequentes para as disputas de M&A, dentre as quais podemos apontar o choque entre as tradições jurídicas de *commom law* e *civil law*; os efeitos da assimetria de informações e o papel do dolo nas negociações; a redação imprecisa dos contratos de M&A; divergências quanto ao preço; entraves ao fechamento da operação e, até mesmo, a obrigatoriedade da realização de OPA. Estes elementos destacam a complexidade inerente às operações de M&A e a necessidade de uma abordagem jurídica meticulosa para a condução e conclusão de tais operações.

No que se refere à resolução desses litígios, o estudo identificou a arbitragem como o método preferencial, dada a sua eficiência e adequação ao contexto empresarial. No entanto, a relevância do Poder Judiciário, em especial as varas especializadas em direito empresarial, também foi reconhecida. A cooperação entre as jurisdições judiciais e arbitrais surge como um fator importante para a resolução de controvérsias, refletindo um ambiente jurídico mais integrado e adaptado às necessidades do mercado de M&A.

Ainda, também se verificou-se que uma redação precisa e bem-elaborada dos contratos de M&A, especialmente no que se refere às cláusulas de solução de controvérsias, é fundamental para a prevenção de litígios e no gerenciamento eficaz das disputas que inevitavelmente haverão de surgir nesse contexto.

Diante dos aspectos pesquisados, ainda é possível que se faça o registro de um novo tema que pode ser trabalhado futuramente, a saber uma análise comparativa internacional. Um estudo que compare o cenário das disputas de M&A no Brasil com outros países, especialmente aqueles com tradições jurídicas distintas, poderia oferecer insights valiosos sobre como diferentes sistemas legais e ambientes de negócios influenciam a resolução de controvérsias. Isso poderia incluir uma análise das práticas contratuais, estratégias de negociação, e mecanismos de resolução de disputas em diferentes jurisdições.

Em suma, o presente estudo ofereceu *insights* valiosos para todos aqueles que, de certo modo, se engajam em operações de M&A ou, simplesmente, se interessam sobre o tema, sejam empresas, profissionais do setor jurídico e demais partes interessadas. O devido conhecimento sobre os fatores que podem resultar em litígios nas transações de reorganização

societária, bem como as estratégias mais eficazes de solução de controvérsias e a recomendação de melhores práticas contribuem para uma melhor compreensão sobre tais operações e, conseqüentemente, contribui para a formação de um mercado mais maduro, eficiente e relevante.

## REFERÊNCIAS

AGUIAR, Adriana. STJ desobriga grupo que assumiu Usiminas de fazer oferta de ações. **Valor Econômico**. Disponível em: <https://valor.globo.com/legislacao/noticia/2023/03/07/stj-livragrupo-que-assumiu-usiminas-de-suposta-obrigao-de-realizar-opa.ghtml>. Acesso em: 20 nov. 2023.

ARMOUR, John; SCHMIDT, Caroline. Building Enforcement Capacity for Brazilian Corporate and Securities Law (February 18, 2017). **European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper No. 344/2017**. Disponível em: <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2901698>. Acesso em 21 nov. 2023.

BASSO, Maristela. **Contratos Internacionais do Comércio**: negociação, conclusão, prática. 3. ed. Porto Alegre: Ed. Livraria do Advogado, 2002. p. 183.

BAUTZER, Tatiana. KKR battling over Brazil acquisition with sellers, bank: sources. **REUTERS**, 12 out. 2016. Disponível em: <https://www.reuters.com/article/us-kkr-brazil-idUSKCN12C2P0/>. Acesso em: 20 nov. 2023.

BRASIL. Constituição (1988). **Constituição da República Federativa do Brasil**. Brasília, DF, 1998. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/constituicao/constituicaocompilado.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicaocompilado.htm). Acesso em: 21 nov. 2023.

BRASIL. **Lei nº 5.172, de 25 de outubro de 1966**. Dispõe sobre o Sistema Tributário Nacional e institui normas gerais de direito tributário aplicáveis à União, Estados e Municípios. Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil, Brasília, DF, 27 out. 1966. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l5172compilado.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l5172compilado.htm). Acesso em: 19 nov. 2023.

BRASIL. **Lei nº 6.404, de 15 de novembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil, Brasília, DF, 17 dez. 1976. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6404consol.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm). Acesso em: 21 nov. 2023.

BRASIL. **Lei nº 9.307, de 23 de setembro de 1996**. Dispõe sobre a arbitragem. Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil, Brasília, DF, 17 dez. 1976. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l9307.htm#:~:text=LEI%20N%C2%BA%209.307%2C%20DE%2023,Disp%C3%B5e%20sobre%20a%20arbitragem.&text=Art.%201%C2%BA%20As%20pessoas%20capazes,relativos%20a%20direitos%20patrimoniais%20dispon%C3%ADveis.&text=Art.%202%C2%BA%20A%20arbitragem%20poder%C3%A1,eq%C3%BCidade%20a%20crit%C3%A9rio%20das%20partes](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l9307.htm#:~:text=LEI%20N%C2%BA%209.307%2C%20DE%2023,Disp%C3%B5e%20sobre%20a%20arbitragem.&text=Art.%201%C2%BA%20As%20pessoas%20capazes,relativos%20a%20direitos%20patrimoniais%20dispon%C3%ADveis.&text=Art.%202%C2%BA%20A%20arbitragem%20poder%C3%A1,eq%C3%BCidade%20a%20crit%C3%A9rio%20das%20partes). Acesso em: 21 nov. 2023.

BRASIL. **Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002**. Institui o Código Civil. Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil, Brasília, DF, 11 jan. 2002. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/2002/l10406compilada.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/l10406compilada.htm). Acesso em: 21 nov. 2023.

BRASIL. **Lei nº 11.101, de 09 de fevereiro de 2005**. Regula a recuperação judicial, a extrajudicial e a falência do empresário e da sociedade empresária. Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil, Brasília, DF, 09 fev. 2005. Disponível em:

[https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2004-2006/2005/lei/111101.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2005/lei/111101.htm). Acesso em: 21 nov. 2023.

BRASIL. **Lei nº 12.529, de 30 de novembro de 2011**. Estrutura o Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência; dispõe sobre a prevenção e repressão às infrações contra a ordem econômica; altera a Lei nº 8.137, de 27 de dezembro de 1990, o Decreto-Lei nº 3.689, de 3 de outubro de 1941 - Código de Processo Penal, e a Lei nº 7.347, de 24 de julho de 1985; revoga dispositivos da Lei nº 8.884, de 11 de junho de 1994, e a Lei nº 9.781, de 19 de janeiro de 1999; e dá outras providências. Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil, Brasília, DF, 01 nov. 2011. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2011-2014/2011/lei/112529.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2011/lei/112529.htm). Acesso em: 21 nov. 2023.

BRASIL. **Lei nº 13.105, de 16 de março de 2015**. Código de Processo Civil. Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil, Brasília, DF, 17 mar. 2015. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2015-2018/2015/lei/113105.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2015/lei/113105.htm). Acesso em: 21 nov. 2023.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial nº 1.837.538-SP (2019/0042867-1). Relator: Ministro Moura Ribeiro. Relator p. Acórdão: Ministro Ricardo Villas Bôas Cueva. Órgão julgador: Terceira Turma. Data do julgamento: 07 mar. 2023. **Diário de Justiça Eletrônico**: 23 mar. 2023. Disponível em: [https://processo.stj.jus.br/processo/julgamento/eletronico/documento/mediado/?documento\\_tipo=integra&documento\\_sequencial=181474593&registro\\_numero=201900428671&peticao\\_numero=&publicacao\\_data=20230322&formato=PDF](https://processo.stj.jus.br/processo/julgamento/eletronico/documento/mediado/?documento_tipo=integra&documento_sequencial=181474593&registro_numero=201900428671&peticao_numero=&publicacao_data=20230322&formato=PDF). Acesso em: 28 nov. 2023.

BRASIL. **Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo**. Processo nº 1048961-82.2019.8.26.0100 - Embargos de Declaração Cível / Limitada. Relator: Azuma Nishi. Comarca: São Paulo. Órgão julgador: 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial. Data do julgamento: 31 ago. 2021. Data de publicação: 31 ago. 2021.

CAETANO, Rodrigo. Após vender Orlando City por R\$ 2 bi, Flavio Augusto se afasta do futebol. **Exame Negócios**, 13 mai. 2021. Disponível em: <https://exame.com/negocios/apos-vender-orlando-city-por-r-2-bi-flavio-augusto-se-afasta-do-futebol/>. Acesso em: 20 nov. 2023.

CAHALI, Francisco José. **Curso de Arbitragem**: Mediação, Conciliação, Tribunal Multiportas. 8. ed. São Paulo: Thomson Reuters Revista dos Tribunais, 2022. RB-6.1. e-book. Disponível em: <https://proview.thomsonreuters.com/launchapp/title/rt/monografias/77225019/v9/page/RB-6.1>. Acesso em: 28 maio 2023.

CÂMARA DO MERCADO DE ARBITRAGEM. **Ementário de Sentenças Arbitrais**. 5. ed. São Paulo, 30 dez. 2022. Disponível em: <https://www.camaradomercado.com.br/pt-br/ementario.html>. Acesso em: 20 nov. 2023.

CARMONA, Carlos Alberto. **Arbitragem e processo**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

CASTRO, Marcílio Moreira de. **Dicionário de direito, economia e contabilidade**: português-inglês/ inglês-português = Dictionary of law, economics and accounting: portuguese-english / english-portuguese. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2013.

CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de. **Regime jurídico das reorganizações**: a necessária distinção das reorganizações societárias, empresariais e associativas para proteção jurídica do investimento privado. 2015. 273 f. Tese (Doutorado em Direito) - Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2015.

CAVALLINI, Marta. Advent International compra fatia majoritária do Walmart no Brasil. **G1 Economia**, jun. 2018. Disponível em: <https://g1.globo.com/economia/noticia/advent-international-acquire-fatia-majoritaria-do-walmart-no-brasil.ghtml>. Acesso em: 20 nov. 2023.

CENTER FOR M&A STUDIES. Curso de Introdução às Fusões e Aquisições. **USP/PUC-Rio**. Disponível em: <https://www.cmnausp.com/curso-de-introdu%C3%A7%C3%A3o-ao-m-a>. Acesso em: 20 nov. 2023.

CENTRO DE ARBITRAGEM E MEDIAÇÃO DA CÂMARA DE COMÉRCIO BRASIL-CANADÁ. Relatório anual do CAM-CCBC – Centro de Arbitragem e Mediação. **Relatório Anual 2019**: Fatos e números. Disponível em: <https://ccbc.org.br/cam-ccbc-centro-arbitragem-mediacao/arbitragem-estatisticas/>. Acesso em: 20 nov. 2023.

CONSELHO NACIONAL DE JUSTIÇA. **Recomendação nº 56, de 22 de outubro de 2019**. Brasília, DF, 2009. Disponível em: <https://atos.cnj.jus.br/files/original203916201911045dc08c74f3d34.pdf>. Acesso em: 21 nov. 2023.

COUTINHO, Sérgio Mendes Botrel. **Fusões e aquisições**. 5. ed. São Paulo: Editora Saraiva, 2017. e-book. ISBN 9788547222253. Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788547222253/>. Acesso em: 15 nov. 2023.

CRAVEIRO, Mariana Conti; GÓMEZ, Manuel. Big Law in Brazil: Rise and Current Challenges. *In*: GÓMEZ, Manuel; PÉREZ-PERDOMO, Rogelio (Edit). **Big Law in Latin America and Spain**: globalization and adjustments in the provision of high-end legal services. 2018. Disponível em: [https://doi.org/10.1007/978-3-319-65403-4\\_3](https://doi.org/10.1007/978-3-319-65403-4_3). Acesso em: 20 nov. 2023.

DA SILVA, Flávio Augusto. **Ponto de Inflexão**: uma decisão muda tudo. São Paulo: Buzz Editora, 2019. 1. ed.

DISPUTA arbitral entre Gol e MatlinPatterson sobre Varig caminha para desfecho. **ISTOE Dinheiro**, 03 set. 2020. Disponível em: <https://istoedinheiro.com.br/disputa-arbitral-entre-gol-e-matlinpatterson-sobre-varig-caminha-para-desfecho-2/>. Acesso em: 20 nov. 2023.

DUDZINSKY, William S.; LANCE J. Resolution of Purchase Price Disputes in M&A Transactions. **M&A Arbitration Guide**. 4th Edition. Global Arbitration Review, London, UK: 2022. Disponível em: <https://globalarbitrationreview.com/guide/the-guide-ma-arbitration/4th-edition/article/resolution-of-purchase-price-disputes-in-ma-transactions>. Acesso em 20 nov. 2023.

ESTUDO da KPMG analisa mercado de fusões e aquisições. Pesquisa Fusões e Aquisições 2022 – 4º trimestre. **KPMG**. Disponível em: [https://kpmg.com/br/pt/home/insights/2023/04/estudo-kpmg-analisa-mercado-fusoes-aquisicoes.html#:~:text=O%20estudo%20revelou%20que%20os,%3B%20e%20educa%C3%A7%C3%A3o%20\(53\)%3B](https://kpmg.com/br/pt/home/insights/2023/04/estudo-kpmg-analisa-mercado-fusoes-aquisicoes.html#:~:text=O%20estudo%20revelou%20que%20os,%3B%20e%20educa%C3%A7%C3%A3o%20(53)%3B). Acesso em: 20 nov. 2023.

FERRO, Marcelo Roberto; SOUZA, Antonio Pedro Garcia de. International Post-M&A Arbitrations in Brazil. *In*: SESTER, Peter (ed.). **International Arbitration**: law and practice in Brazil. 2020.

FICHTNER, José A.; MANNHEIMER, Sergio N.; MONTEIRO, André L. **Teoria Geral da Arbitragem**. Rio de Janeiro: Forense, 2019.

FIGUEIREDO, Rodrigo Ferreira. **Brazil Negotiated M&A Guide 2022**. Disponível em: <https://www.ibanet.org/document?id=Corporate-m-a-minority-Brazil-22>. Acesso em: 20 nov. 2023.

FUSÕES e Aquisições movimentam BRL 178,0bi de Janeiro a Outubro de 2023. **TTR Data Blog**, 10 nov. 2023. Disponível em: <https://blog.ttrdata.com/category/market-reports/reports-brazil/>. Acesso em: 20 nov. 2023.

GAUGHAN, Patrick A. **Mergers, acquisitions, and corporate restructurings**. 7. ed. Hoboken: Wiley, 2017.

GEMMELL, Arthur J. Culture as a success factor in international M&A dispute processes. **Dispute Resolution Journal**, 2015.

KALANSKY, Daniel; SANCHEZ, Rafael Biondi. Sandbagging Clauses nas Operações de Fusões e Aquisições (M&A). p. 145-149 *In*: BARBOSA, Henrique; BOTREL, Sérgio (Coords.). **Novos temas de direito e Corporate Finance**. 1. ed. São Paulo: Ed. Quartier Latin, 2019.

KENNY, Graham. Don't Make This Common M&A Mistake. **Harvard Business Review**, 16 mar. 2020. Disponível em: <https://hbr.org/2020/03/dont-make-this-common-ma-mistake>. Acesso em: 20 nov. 2023.

KKR tem perda de cerca de R\$ 1,5 bi com Aceco. **ISTOE Dinheiro**, 12 out. 2016. Disponível em: <https://istoedinheiro.com.br/kkr-tem-perda-de-cerca-de-r-15-bi-com-aceco/>. Acesso em: 20 nov. 2023.

LAJOUX, Alexandra Reed; NESVOLD, H. Peter. **The art of M&A structuring**. New York: McGraw-Hill, 2004.

LEMES, Selma Ferreira. **Arbitragem na administração pública**: fundamentos jurídicos e eficiência econômica. São Paulo: Quartier Latin, 2007.

MAMEDE, Gladston. **Direito Empresarial Brasileiro**: Direito Societário. São Paulo: Atlas, 2022. e-book. Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9786559772582/>. Acesso em: 16 nov. 2023.

MEIER, Olivier; SCHIER, Guillaume. **Fusions acquisitions**: stratégie, finance, management. Paris: Dunod, 2009.

MIZOGUTI, Samanta Mitiko. **Fusões e Aquisições**: efeitos jurídicos das negociações. São Paulo, Editora Almedina (Portugal), 2022. ISBN-10 655627559X (Coleção IDiP).

MOSES, Jonathan M. *Drafting M&A Contracts to Minimise the Risk of Disputes. M&A Arbitration Guide* - 4th Edition. London, UK, 2022.

NANI, Ana Paula Ribeiro. **As varas empresariais do Tribunal de Justiça de São Paulo**: os impactos no tempo médio processual, na qualidade das decisões e na previsibilidade dos julgamentos em matéria empresarial. 2023. Dissertação (Direito) – Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2023.

NANI, Ana Paula Ribeiro; PRADO, Viviane Muller; FONSECA, João Vítor Farias Jatahy. Pílulas de Conhecimento: o que o ementário da CAM-B3 revela sobre o contencioso de M&A em arbitragem? *In*: ADAMEK, Marcelo Vieira von; PEREIRA, Rafael Setoguti J. (Coord.). **Fusões e Aquisições (M&A)**. 1. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2022. v. 1, p. 993-1004.

NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. **Direito Societário Avançado**. Rio de Janeiro: FGV Direito Rio, 2015.

PESQUISA KPMG sobre fusões e aquisições na América Latina 2023. **KPMG**. Disponível em: <https://kpmg.com/br/pt/home/insights/2023/06/kpmg-2023-m-and-a-in-latam-survey.html>. Acesso em: 20 nov. 2023.

HAMILTON, Robert. W. **The Law of Corporations**, 5th ed. West Group. ISBN 0-314-24132-9. 2000. p.616

SÃO PAULO. TJSP é modelo de especialização em Direito Empresarial, Falências e Recuperação Judicial. **TJSP**, Comunicação Social, ago. 2020. Disponível em: <https://www.tjsp.jus.br/Noticias/Noticia?codigoNoticia=61822>. Acesso em: 20 nov. 2023.

SAMOR, Geraldo. **BREAKING**: Petz compra Zee.Dog por R\$ 715 milhões. **Brazil Journal**, 3 ago. 2021. Disponível em: <https://braziljournal.com/breaking-petz-compra-zeedog-por-r-715-milhoes/>. Acesso em: 20 nov. 2023.

SANTIBAÑEZ, Luiza. Lupo compra fábrica da Marisol no Ceará. **LEXLATIN**. Disponível em: <https://br.lexlatin.com/noticias/lupo-compra-fabrica-da-marisol-no-ceara>. Acesso em: 20 nov. 2023.

SHIGUEMATSU, Plínio José Lopes. Mecanismos de proteção e estratégias de defesa em tomadas hostis de controle. *In*: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de. (Coord.). **Direito Societário: Desafios atuais**. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

THOMPSON, Robert B. **Mergers and Acquisitions**: Law and Finance. New York: Aspen Publishers, 2010 (Aspen Casebook Series).

VAUGHN, Gustavo Favero. Apontamentos sobre Arbitragem e Operações de M&A. **Institute for Transnational Arbitration**, 2022.

VIDALON, Dominique; RUCINSKI, Tracy. Vivendi fecha acordo de US\$9,3 bi com Telefônica por GVT. **Exame Negócios**, 19 set. 2014. Disponível em: <https://exame.com/negocios/vivendi-fecha-acordo-de-us-9-3-bi-com-telefonica-por-gvt/>. Acesso em: 20 nov. 2023.