

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS
DEPARTAMENTO DE DIREITO

Monique Lambert de Faria

**A prática de Sandbagging e o dever de informar: a tênue linha entre liberdade
contratual e boa-fé**

Florianópolis, Santa Catarina

2023

**A prática de Sandbagging e o dever de informar: a tênue linha entre liberdade
contratual e boa-fé**

Trabalho de Conclusão do Curso de
Graduação em Direito do Centro de
Ciências Jurídicas da Universidade Federal
de Santa Catarina como requisito para a
obtenção do título de Bacharel em Direito.
Orientador: Prof. Dr. André Lipp Pinto Basto
Lupi

Lambert de Faria, Monique

A prática de Sandbagging e o dever de informar: a tênue linha entre liberdade contratual e boa-fé / Monique Lambert de Faria ; orientador, André Lipp Pinto Basto Lupi, 2023.

107 p.

Trabalho de Conclusão de Curso (graduação) -
Universidade Federal de Santa Catarina, Centro de Ciências Jurídicas, Graduação em Direito, Florianópolis, 2023.

Inclui referências.

1. Direito. 2. Direito Empresarial. 3. Boa-fé. 4. Fusões e aquisições. 5. Sandbagging. I. Lipp Pinto Basto Lupi, André . II. Universidade Federal de Santa Catarina. Graduação em Direito. III. Título.

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS
COORDENADORIA DE MONOGRAFIA

ATA DE SESSÃO DE DEFESA DE TCC

Aos 5 dias do mês de julho do ano de 2023, às 16 horas, na Sala 111 do CCJ, foi realizada a defesa pública do Trabalho de Conclusão de Curso (TCC) intitulado “A prática de *Sandbagging* e o dever de informar: a tênue linha entre liberdade contratual e boa-fé”, elaborado pela acadêmica Monique Lambert de Faria, matrícula nº 19100091, composta pelos membros Prof. Dr. André Lipp Pinto Basto Lupi, Marco Antônio Ferreira Pascoali e Gabriel Gonçalves Masiero, abaixo assinados, obteve a aprovação com nota 10, cumprindo o requisito legal previsto no art. 10 da Resolução nº 09/2004/CES/CNE, regulamentado pela Universidade Federal de Santa Catarina, através da Resolução nº 01/CCGD/CCJ/2014.

(x) Aprovação Integral

() Aprovação Condicionada aos seguintes reparos, sob fiscalização do Prof. Orientador

Florianópolis, 05 de julho de 2023.



Documento assinado digitalmente
ANDRE LIPP PINTO BASTO LUPI
Data: 06/07/2023 14:09:54-0300
CPF: ***.392.409-**
Verifique as assinaturas em <https://v.ufsc.br>

Prof. Dr. André Lipp Pinto Basto Lupi
Professor Orientador

MARCO ANTONIO
FERREIRA
PASCOALI:09463754962

Assinado de forma digital por
MARCO ANTONIO FERREIRA
PASCOALI:09463754962
Dados: 2023.07.06 18:51:47 -03'00'

Marco Antônio Ferreira Pascoali
Membro de Banca

GABRIEL
GONCALVES
MASIERO

Assinado de forma digital por
GABRIEL GONCALVES MASIERO
Dados: 2023.07.06 15:13:22 -03'00'

Gabriel Gonçalves Masiero
Membro de Banca

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS
COLEGIADO DO CURSO DE GRADUAÇÃO EM DIREITO

TERMO DE APROVAÇÃO

O presente Trabalho de Conclusão de Curso, intitulado “A prática de *Sandbagging* e o dever de informar: a tênue linha entre liberdade contratual e boa-fé”, elaborado pela acadêmica Monique Lambert de Faria, defendido em 05/07/2023 e aprovado pela Banca Examinadora composta pelos membros abaixo assinados, obteve aprovação com nota 10, cumprindo o requisito legal previsto no art. 10 da Resolução nº 09/2004/CES/CNE, regulamentado pela Universidade Federal de Santa Catarina, através da Resolução nº 01/CCGD/CCJ/2014.

Florianópolis, 06 de Julho de 2023



Documento assinado digitalmente
ANDRE LIPP PINTO BASTO LUPI
Data: 06/07/2023 14:09:33-0300
CPF: ***.392.409-**
Verifique as assinaturas em <https://v.ufsc.br>

Prof. Dr. André Lipp Pinto Basto Lupi
Professor Orientador

MARCO ANTONIO
FERREIRA
PASCOALI:09463754962

Assinado de forma digital por
MARCO ANTONIO FERREIRA
PASCOALI:09463754962
Dados: 2023.07.06 20:16:19 -03'00'

Marco Antônio Ferreira Pascoali
Membro de Banca

GABRIEL
GONCALVES
MASIERO

Assinado de forma digital por
GABRIEL GONCALVES
MASIERO
Dados: 2023.07.06 15:14:27
-03'00'

Gabriel Gonçalves Masiero
Membro de Banca



Universidade Federal de Santa Catarina
Centro de Ciências Jurídicas
COORDENADORIA DO CURSO DE DIREITO

TERMO DE RESPONSABILIDADE PELO INEDITISMO DO TCC E
ORIENTAÇÃO IDEOLÓGICA

Aluno(a): Monique Lambert de Faria
Matrícula: 19100091
Título do TCC: A prática de *Sandbagging* e o dever de informar: a tênue linha entre liberdade contratual e boa-fé
Orientador(a): Prof. Dr. André Lipp Pinto Basto Lupi

Eu, Monique Lambert de Faria , acima qualificado(a); venho, pelo presente termo, assumir integral responsabilidade pela originalidade e conteúdo ideológico apresentado no TCC de minha autoria, acima referido

Florianópolis, 05 de julho de 2023.



Documento assinado digitalmente

MONIQUE LAMBERT DE FARIA

Data: 06/07/2023 13:38:41-0300

CPF: ***.834.309-**

Verifique as assinaturas em <https://v.ufsc.br>

Monique Lambert de Faria

Ao meu sol e à minha Luna.

AGRADECIMENTOS

Os agradecimentos foram a primeira e a parte mais fácil de escrever desse trabalho. Digo isso porque penso nele desde que entrei na graduação. Independentemente do ciclo que estava vivendo, sempre me questioneei o porquê dos acasos da vida. Infinitos são os caminhos que a existência humana pode tomar e cabe à nossa racionalidade buscar encontrar um sentido para o porquê de uma determinada realidade se concretizar, em detrimento de tantas outras possibilidades que poderiam ter ocorrido.

A vivência da graduação se encontrou nesse intervalo de infinitos ora nebulosos, ora recompensadores, que resumem a vida. A verdade é: nem as dificuldades, nem as conquistas são estáticas. Estamos sempre em constante movimento, ressonância e transformação.

Somos como a maré dos oceanos, a pungência dos ventos, o ardente do fogo e a falsa promessa de estabilidade oscilante que é a terra. Tudo é passageiro e absolutamente nada nos restará, a nós, basta pegar uma prancha, quiçá um filtro solar, boné e toalhinha e acompanhar a maré. Resistir seria um trabalho de tolo.

Sendo maré, como seria possível atribuir juízo de valor à uma época de maré alta ou maré baixa? Como qualificar valorativamente algo tão intrínseco à subjetividade? Com isso, chego à conclusão de que não há outra alternativa para existência nesse universo senão a busca pela eterna aceitação e gratidão.

Feito esse mergulho na maré da subjetividade, passo aos meus devidos agradecimentos.

Aos meus pais, Vânio e Cláudia, obrigada por terem me dado a dádiva que é a vida. Obrigada por sempre terem me direcionado ao caminho da honestidade, da justiça, do equilíbrio e do amor. Obrigada por sempre incentivado e investido na minha educação, sem vocês nada disso existiria.

Evandro, nossa enciclopédia jurídica, admiro imensamente sua objetividade, seu foco, e honestidade.

Felipe, nossa mente brilhante, instigador nato, você sempre nos mantém na ponta dos nossos pés, firmes, certos e justos.

Meggiezinha, continue brilhando no céu, Luninha está aqui na Terra refletindo a luz solar para te fazer sempre brilhar.

Agradeço minha *host family* canadense, Karen, Lauren, Spencer, Jessica e Oma. Obrigada por terem me acolhido e me integrado em uma nova cultura.

Ao Benjamin e à Ana Laura, meus irmãos mais novos que ganhei ao longo da vida, tenho um carinho gigantesco por vocês dois. Estarei sempre na torcida para que vocês trilhem um caminho na vida repleto de felicidade e realizações pessoais. Podem sempre contar comigo para o que precisarem.

A todos os professores que já tive na minha carreira estudantil até então, obrigada por exercerem uma profissão tão nobre.

Em especial, agradeço meu Prof. Orientador André Lupi por ter aceitado o desafio de me orientar no estudo dessa temática pouco explorada no mundo jurídico.

Agradeço o Dr. Marco Antônio Ferreira Pascoali por compor a banca do presente trabalho e por ter sido meu mentor desde a época que era oradora da CAEMP, tenho uma admiração imensa por você.

Agradeço o Dr. Gabriel Masiero por participar da banca do meu trabalho de conclusão de curso e por ser uma grande inspiração na minha trajetória no curso de direito na UFSC.

Aos amigos Isadora Pioli e João Pedro Azevedo, obrigada pela parceria de sempre. Que nós continuemos a nos encontrar ao redor do mundo.

À minha amiga Maria Eduarda Gauer, obrigada por sempre me apoiar, torcer por mim e por ser essa pessoa extraordinária e cativante que és.

À minha amiga Gabriela Zapelini, obrigada por estar ao meu lado desde 2016 até hoje, tenho enorme carinho e admiração por você.

À minha amiga Maria Julia Guimarães, obrigada pela amizade que cultivamos desde a época do ensino médio até hoje, és uma pessoa cativante.

Ao meu amigo Vincenzo Savi, obrigada pela parceria de sempre e por sempre providenciar os melhores quitutes dos rolês.

Aos meus amigos Henrique Carlesso e Sabrina Silva, obrigada por compartilharem momentos tão especiais, sou muito grata pela nossa amizade.

À equipe organizadora do XV Congresso de Direito UFSC, juntos, tornamos possível a realização de um evento de excelência e relevância no mundo jurídico, obrigada pelo companheirismo e pela experiência adquirida.

À toda a equipe do gabinete do Des. Luiz Fernando Boller, Déia, Israel, Karen, Cami e Le, obrigada por terem me acolhido ainda enquanto caloura voluntária e me ensinado a aplicar o direito na prática.

À toda a equipe do gabinete do Des. Luiz César Medeiros, Fran, Ana, Gabi, Nati, Ricardo, João, Daniel e Mari. Obrigada por acreditarem em mim e por sempre me incentivarem a aprimorar meus conhecimentos jurídicos.

Meus amigos e eternos companheiros do GEArb, que orgulho que eu tenho de vocês! Professor Caetano, Hamilton, Masi, Thiago, Bruna, Letícia, Marco, André, Bea, Bernardo, Bruno, Chesco, Freda, Isa Scotolo, Julia de Marck, Laura, Letícia Zardo, Lívia, Luiza, Murillo e Vanessa. Obrigada por mostrarem à comunidade global a força manezinha, catarinense e brasileira. Espero que a UFSC siga produzindo conteúdo de excelência e sofisticação tal qual é feito dentro do grupo de pesquisa de arbitragem. Obrigada a todos os professores, escritórios de advocacia, e todos os demais membros da comunidade jurídica que prestaram auxílio às mentes mais brilhantes que habitam o Direito UFSC. Esses que se jogam na maré extremamente imprevisível e amedrontadora que é um painel arbitral, bateram no peito e falaram, deixa comigo.

Aos meus colegas de sala 19.1 Noturno, em especial minhas queridas amigas Bárbara, Camila, Gabi e Amanda. Vocês são demais!

Aos meus sócios, Hamilton, Dr. Gabriel Masiero e Dr. Thiago da Veiga Ferreira, seguimos buscando construir uma advocacia pautada na honestidade, na geração de valor e no aprimoramento do mundo jurídico. Tenho imenso orgulho do projeto que criamos do zero e tenho certeza que estamos vivenciando apenas o início de uma longa história que trilharemos juntos.

Pensou que eu esqueceria? Meu amor! Hamilton, que felicidade que foi te encontrar! Você é o sol que norteia, aquece e dá sentido à minha vida. Você me mostrou uma versão do mundo e da realidade que eu não conhecia. Nossa história começou com uma contagem de votos para a disputa de eleição de Centro Acadêmico e olha onde estamos! Que privilégio seria à humanidade se todos tivessem a oportunidade de te conhecer, espero que um dia conheçam. É uma honra ser sua sócia de negócios e de vida. Aprender a objetivar as subjetividades da vida com você é uma prática que eu poderia fazer por toda a eternidade com um sorriso no rosto. Você foi minha referência quando entrei na faculdade e continua sendo

minha referência para a vida. Obrigada por sempre acreditar em mim, me incentivar e desafiar a ser uma pessoa melhor. Você é extraordinário.

Por fim, a todos os jovens empreendedores, pesquisadores, acadêmicos, magistrados, promotores, advogados, operadores do mundo do direito, os que nos antecederam e os que estão por vir, nos vemos na infinitude que é a maré do universo! Desejo sucesso a todos vocês. Que a gente nunca desista, que nunca deixemos de argumentar, discutir, contrariar, disputar, se encontrar e desencontrar na eterna busca pelo o que o Brasil realmente deve ser. Minha aposta sempre será na litigância de boa-fé a fim de encontrarmos um denominador comum. Continuemos sempre duvidando, contraditando, sejamos sempre inquisidores e inquietos, espero que consigamos chegar em um terreno comum.

Agora sim, adentramos no campo da maior objetividade. Até a próxima.

Primavera/Verão de 2022 a Inverno de 2023.

RESUMO

Com o aumento das operações de fusão e aquisição no Brasil e a importação de práticas de mercado estrangeiras, faz-se necessário analisar de que forma o direito brasileiro interpreta determinadas praxes de mercado. Em específico, um tema que frequentemente é observado nos litígios envolvendo fusões e aquisições é a admissibilidade da prática de *Sandbagging*, que consiste no ato do comprador tomar conhecimento da falsidade de uma declaração e garantia no decorrer das negociações, omitir tal fato do vendedor e, após a conclusão do negócio, pleitear reparação em função do descumprimento da cláusula de declaração e garantia. O presente trabalho busca analisar de que forma o direito brasileiro tutela a prática de *Sandbagging*, bem como suas cláusulas de *Pro-Sandbagging* e *Anti-Sandbagging*. Busca-se estudar o dever de informar do comprador frente o eventual descumprimento do dever de prestar informação verdadeira por parte do vendedor, avaliando possíveis variáveis fáticas e a forma com que o princípio da boa-fé dialoga com a liberdade contratual de negociantes altamente qualificados. O trabalho está dividido em quatro partes. Na primeira parte há uma delimitação do que é a prática de *Sandbagging*, o que são as cláusulas de *Pro-Sandbagging* e *Anti-Sandbagging*, a partir de uma ampla revisão bibliográfica. A segunda parte explora o contexto no qual está inserido o assunto *Sandbagging*, que envolve operações de fusões e aquisições, cláusula de declaração e garantia, bem como os interesses envolvidos na pactuação das cláusulas de *Pro-Sandbagging* e *Anti-Sandbagging*. A terceira parte analisa os mecanismos presentes no direito brasileiro a fim de determinar a admissibilidade da prática de *Sandbagging* no direito brasileiro, em especial, o princípio da boa-fé e o dever de informar. Por fim, a quarta parte é destinada à análise da interpretação da prática de *Sandbagging* ao redor do mundo. A fim de cumprir com os objetivos do trabalho, utilizou-se fundamentalmente o método dedutivo, partindo-se de argumentos gerais para argumentos particulares.

Palavras-chave: Direito Empresarial. Fusões e Aquisições. Cláusulas de Declaração e Garantia. Boa-fé. *Sandbagging*.

ABSTRACT

Due to the increasing number of mergers and acquisitions occurring in Brazil, combined with the importation of foreign negotiation mechanisms, it is crucial to analyze how the Brazilian law interprets common business practices. In particular, a subject that is frequently observed in litigations involving mergers and acquisitions is the practice of Sandbagging, which is when a buyer learns information that indicates a violation of a representation and warranty during the negotiations, chooses not to disclose this information to the seller and, instead, after the closing, sues for indemnification due to the misrepresentation given by the seller. This project aims to analyze how the Brazilian law interprets the practice of Sandbagging, alongside the Pro-Sandbagging and Anti-Sandbagging clauses. It is examined the buyer's duty to inform, considering the seller's violation of their duty to give a true and complete declaration. Various scenarios are analyzed in order to determine which way the principle of good faith communicates with the contractual freedom of highly specialized parties in a merger and acquisition operation. The project is divided into four parts. In the first part of the project, the practice of Sandbagging and the Pro-Sandbagging and Anti-Sandbagging clauses are defined by a compilation of a broad bibliographic review. The second part explores the context in which the Sandbagging practice occurs. This chapter involves mergers and acquisitions, representation and warranties, as well as the arguments frequently used by the negotiating parties in order to sign a Pro-Sandbagging or an Anti-Sandbagging clause. The third part analyzes the mechanisms present in Brazilian law in order to determine the admissibility of the practice of Sandbagging in Brazil. The focus of this chapter is the principle of good faith and the duty to inform. Finally, the fourth part is destined to the study of how the Sandbagging practice is interpreted across the world. In order to achieve its purpose, the project fundamentally uses the deductive method, starting from general arguments to specific arguments.

Keywords: Business Law. Mergers and Acquisitions. Representation and Warranties. Good Faith. Sandbagging.

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO.....	15
2 A PRÁTICA DE SANDBAGGING E AS CLÁUSULAS DE SANDBAGGING.....	18
2.1 ORIGEM E DEFINIÇÃO DO TERMO SANDBAGGING.....	20
2.2 CLÁUSULA DE ANTI-SANDBAGGING E PRO-SANDBAGGING.....	23
3 O CONTEXTO DA PRÁTICA DE SANDBAGGING.....	26
3.1 FUSÕES E AQUISIÇÕES.....	26
3.1.1 Estrutura de uma negociação de fusões e aquisições.....	29
3.2 CLÁUSULAS DE DECLARAÇÃO E GARANTIA.....	30
3.3 OS INTERESSES ENVOLVIDOS NA PACTUAÇÃO DAS CLÁUSULAS DE SANDBAGGING.....	34
3.3.1 Os interesses do comprador na pactuação de cláusula Pro-Sandbagging.....	35
3.3.2 Os interesses do vendedor na pactuação de cláusula Anti-Sandbagging.....	39
4 ADMISSIBILIDADE DA PRÁTICA DE SANDBAGGING E DAS CLÁUSULAS DE SANDBAGGING NO DIREITO BRASILEIRO.....	42
4.1 A LIBERDADE CONTRATUAL E A POSSIBILIDADE DE PACTUAÇÃO DE CLÁUSULAS DE PRO-SANDBAGGING E ANTI-SANDBAGGING NO DIREITO BRASILEIRO.....	42
4.2 A PRÁTICA DE SANDBAGGING EM CONTRATO DE FUSÃO E AQUISIÇÃO SILENTE SOBRE O ASSUNTO.....	52
4.2.1 Boa-fé nas relações negociais e a prática de Sandbagging.....	57
4.2.1.1 Dever de informar.....	59
4.2.1.1.2 Negociações no Direito Empresarial e o Dever de Informar.....	64
4.2.1.1.2 Perspectiva estadunidense sobre o dever de informar.....	64
4.2.1.2 Abuso de direito.....	73
4.2.1.3 Venire contra factum proprium.....	82
4.2.2 Dolo omissivo.....	84
4.2.3 Simulação.....	88
4.2.4 Vício Redibitório e Evicção.....	89
5 ANÁLISE DA PRÁTICA INTERNACIONAL DA APLICABILIDADE DAS CLÁUSULAS DE SANDBAGGING.....	92
5.1 Tendências estadunidenses na utilização de cláusulas de Pró e Anti Sandbagging..	94
6 CONCLUSÃO.....	100

1 INTRODUÇÃO

O presente trabalho foi elaborado com o fim de analisar os deveres de informar e prestar declaração verdadeira dentro de um processo de fusão e aquisição em âmbito empresarial. A discussão culmina na análise da admissibilidade da prática de *Sandbagging* e das cláusulas de *Sandbagging* no direito brasileiro.

Sandbagging no contexto de fusões e aquisições é a situação na qual uma parte descobre uma informação que indica a falsidade de uma declaração e garantia prestada, concluindo a negociação sem repassar a informação à contraparte, de modo a, posteriormente, buscar reparação em virtude do descumprimento da declaração e garantia que sabia ser falsa.

O cerne da discussão gira em torno de apurar se a utilização dessa informação por uma parte buscando, futuramente, pleitear indenização, configura violação à boa-fé e aos limites da liberdade contratual.

A prática de *Sandbagging* envolve o conhecimento de determinada informação que põe em xeque a veracidade da declaração e garantia, elemento central do acordo de compra e venda de uma operação de fusão e aquisição, visto que delimita o contexto fático e as premissas basilares que tornaram possível a conclusão do negócio.

Tratando-se de operação de fusão e aquisição, em que as partes possuem alto amparo técnico e jurídico, questiona-se até que ponto seria possível se valer da autonomia contratual para manejar informações obtidas no decorrer das negociações.

No que se refere à prática de *Sandbagging*, as partes podem pactuar uma cláusula que expressamente garante o direito do adquirente à reparação em virtude do descumprimento da cláusula de garantia, independentemente de seu conhecimento prévio sobre sua falsidade, a cláusula de *Pro-Sandbagging*.

Em contrapartida, as partes podem incluir no contrato cláusula que afasta a possibilidade de indenização pela falsidade da declaração e garantia caso o comprador tenha conhecimento de sua inveracidade antes da conclusão do negócio, a cláusula de *Anti-Sandbagging*.

Contudo, na maior parte dos casos, as partes optam por permanecerem silentes sobre o assunto, pactuando contrato sem previsão sobre a prática de

Sandbagging, cabendo ao ordenamento jurídico que rege o contrato determinar a admissibilidade ou não do pleito indenizatório do comprador.

Assim, a presente monografia busca colacionar os institutos presentes no direito brasileiros passíveis de serem aplicados na análise de admissibilidade da prática de *Sandbagging*, bem como de suas cláusulas (*Pro-Sandbagging* e *Anti-Sandbagging*).

No primeiro capítulo há a delimitação e definição do que é a prática de *Sandbagging* e as cláusulas de *Sandbagging*, remetendo à origem histórica da expressão, bem como a exposição de possíveis exemplos de cláusulas e suas aplicações.

O segundo capítulo explora o contexto no qual está inserida a prática de *Sandbagging*, com a análise do processo de fusão e aquisição, suas principais cláusulas e instrumentos contratuais, bem como o estudo da função da cláusula de declaração e garantia, elemento central da prática de *Sandbagging*. Examinou-se os interesses envolvidos na pactuação das cláusulas de *Sandbagging*, mais especificamente, o interesse do vendedor em pactuar uma cláusula de *Anti-Sandbagging*, que restringe a pretensão indenizatória do comprador e o interesse do adquirente de celebrar cláusula *Pro-Sandbagging*, que preserva seu direito de ser indenizado, ainda que tenha conhecimento prévio sobre o descumprimento da declaração e garantia.

No terceiro capítulo, passa-se à análise da admissibilidade da prática de *Sandbagging* e suas cláusulas no direito brasileiro. Em primeiro lugar, é abordada a admissibilidade das cláusulas de *Sandbagging*, sob a ótica da liberdade contratual das partes de estipularem previsões que melhor se adequem aos seus interesses e à alocação de riscos pretendida e, posteriormente, passa-se à análise da admissibilidade da prática de *Sandbagging* quando o contrato é silente sobre o assunto.

Neste capítulo, a discussão gravita em torno do possível descumprimento do dever geral de boa-fé, na medida em que poderia ser interpretado como desleal a atitude do comprador em omitir informação e concluir o negócio, mesmo sabendo da inveracidade da declaração e garantia, para posteriormente pleitear indenização pelo seu descumprimento. Analisa-se o dever de informar nas negociações empresariais, a possibilidade de caracterização do abuso de direito e *venire contra factum proprium*.

Para balizar o estudo sobre a admissibilidade da prática de *Sandbagging* em relação ao princípio da boa-fé foi estabelecido quatro critérios de análise, quais sejam: (i) o momento em que o comprador obteve a informação que indicava a falsidade da declaração; (ii) a extensão do conhecimento da informação e seu grau de relevância; (iii) de que forma o comprador obteve a informação; e (iv) o conhecimento do vendedor sobre a falsidade da declaração prestada. Referidos critérios trazem parâmetros objetivos para análise da prática de *Sandbagging* a partir do princípio da boa-fé.

Na sequência, foi abordada a possibilidade de aplicação de outros institutos jurídicos para a análise da admissibilidade da prática de *Sandbagging* no Brasil, tais como o dolo omissivo, a simulação, vício redibitório e evicção.

Por fim, no quinto capítulo, foi levantada a aplicabilidade global das cláusulas de *Sandbagging*, com enfoque na prática estadunidense, na medida em que o instituto foi importado pela prática brasileira das negociações americanas.

A fim de cumprir seus objetivos, o trabalho utiliza principalmente o método dedutivo, com o uso de argumentos gerais para argumentos particulares. Aplicou-se a técnica de pesquisa bibliográfica e documental, com consulta a dissertações, teses, doutrina especializada, jurisprudência e artigos publicados em revistas.

O assunto envolve temas de Direito Empresarial, Direito Contratual, Fusões e Aquisições, Boa-fé, Cláusulas de Declaração e Garantia e Arbitragem.

2 A PRÁTICA DE SANDBAGGING E AS CLÁUSULAS DE SANDBAGGING

Em processo de fusões e aquisições, é comum que se negocie cláusula de declaração e garantia, em que as partes garantem a veracidade da informação prestada, sob pena de ter que arcar com indenização caso venha a se apurar alguma inverdade sobre o que foi declarado.

Contudo, dentro da relação negocial, é possível que a parte beneficiária da declaração e garantia saiba de antemão que o que a contraparte está prestando não é uma informação verdadeira.

Isso pode acontecer quando, ainda dentro do processo de negociação, a parte que está adquirindo determinada empresa recebe informação que indica a inveracidade do que foi declarado, ou então que descubra por meio da *due diligence*.

Para melhor ilustrar o que está sendo discutido, cria-se um exemplo fictício:

Parte X (vendedora) está negociando com a parte Y (compradora) a venda da empresa Z. No trâmite das negociações, as partes optam por incluir uma cláusula de declaração e garantia no contrato, em que a parte X afirma que a informação declarada é verdadeira e, caso não seja, a parte Y terá direito à indenização.

Ocorre que antes de fechar o contrato, a parte Y descobre que a informação prestada possivelmente não é verdadeira.

Ao saber que a declaração prestada é inverídica, a parte teria, em tese, duas opções: (1) informar a parte contrária sobre a inveracidade da declaração prestada e renegociar o contrato; ou (2) ocultar a informação e assinar a declaração e garantia, mesmo sabendo sobre sua possível falsidade, para, caso venha a se confirmar a inverdade, possa pleitear a indenização prevista no caso de descumprimento da declaração. Essa segunda opção é o que se conhece por *Sandbagging*, ou, em português, cláusula de irrelevância de ciência prévia¹.

Não há dúvidas de que a primeira conduta é a mais proba a se fazer. Contudo, há quem defenda que a liberdade de contratar permite que a parte utilize a informação que obteve da forma que melhor corresponda aos seus interesses negociais.

¹ GREZZANA, Giacomo. Cláusula de irrelevância da ciência prévia do adquirente sobre a contingência da sociedade-alvo e alienação de participação societária (cláusula de irrelevância de ciência prévia - "sandbagging provisions"). Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários, São Paulo: Almedina, v. 11, 2020, p. 106.

Também há o argumento no sentido de que, se a declaração, de início, pautou-se em inverdade, a parte beneficiária da declaração não teria obrigação de ser honesto com quem declarou em desonestidade².

Fora do âmbito direto de moralidade e inverdades, também há o argumento prático da parte não querer comprometer uma negociação custosa e longínqua, reaver valores e cláusulas, por conta de uma informação que pode ter efeitos práticos ou não no futuro. Assim, a parte poderia decidir pactuar a cláusula de declaração e garantia, mesmo sabendo que possivelmente não é verdadeira, e, caso tal inverdade venha a ter consequências práticas, terá direito à indenização³.

O cerne do debate, segundo Miziolek e Angelakos⁴ é determinar se o comprador poderia pleitear indenização por violação à cláusula de declaração e garantia sobre a qual tinha conhecimento de sua inveracidade antes do fechamento do contrato.

Portanto, caso o comprador opte por omitir a informação, discute-se a possibilidade de pleitear indenização em função do descumprimento da cláusula de declaração e garantia.

Para tanto, há de se diferenciar a prática de *Sandbagging* e as cláusulas de *Sandbagging* (*Pro-Sandbagging* e *Anti-Sandbagging*), que serão tratadas com profundidade no item 2.2.

A prática de *Sandbagging* é quando o comprador descobre a inveracidade da informação, continua com a negociação, e, após o fechamento, pleiteia indenização a partir da violação da declaração e garantia. Nesse caso, o contrato foi silente a respeito da admissibilidade ou não da prática de *Sandbagging*.

As partes podem optar por expressamente permitirem ou proibirem a prática de *Sandbagging*, por meio de cláusulas de *Pro-Sandbagging* ou de *Anti-Sandbagging*.

² NISHI, Camila Otani. A Cláusula de *Sandbagging* em contratos de M&A. São Paulo: Quartier Latin, 2023, p. 77

³ SHADDEN, Stacey A. How to *Sandbag* your opponent in the unsuspecting world of high stakes acquisitions. p. 469.

⁴ MIZIOLEK, Aleksandra. ANGELAKOS, Dimitrios. *Sandbagging*, From Poker to the World of Mergers and Acquisitions. June, 2013.

Com uma cláusula de *Pro-Sandbagging*, o comprador poderá buscar indenização pelo descumprimento da declaração e garantia mesmo que tenha tido informação sobre seu descumprimento antes do fechamento da operação⁵.

Por sua vez, a partir da cláusula de *Anti-Sandbagging*, fica estipulado que, caso o comprador tenha ciência prévia sobre a inveracidade da declaração e garantia, não poderá buscar indenização pelo seu descumprimento⁶.

Como é um tema importado do direito estadunidense, é incomum que as partes no Brasil negociem uma das cláusulas de *Sandbagging*⁷. Por esse motivo, é de maior relevância analisar de que forma o direito brasileiro é aplicado nas hipóteses em que os contratos são omissos sobre o assunto, questão que será tratada no decorrer do presente trabalho (Capítulo 5.2).

Não obstante, também interessa estudar de que forma as cláusulas de *Pro-Sandbagging* e *Anti-Sandbagging* seriam admitidas no ordenamento jurídico pátrio (Capítulo 5.1) .

O tema é repleto de diversas subjetividades e variáveis, que desembocam, em *ultima ratio*, no embate entre liberdade contratual e boa-fé.

2.1 ORIGEM E DEFINIÇÃO DO TERMO SANDBAGGING

A título de curiosidade, faz-se uma análise etimológica do termo “*Sandbagging*”. Em tradução literal de inglês para português, *Sandbag* significa saco de areia⁸. A correspondência literal à expressão seria alguém, de forma sorrateira, utilizar-se do descuido da pessoa para batê-la com um saco de areia.

Em termos práticos, o significado da expressão não é tão drástico e imoral assim.

⁵ BOTREL, Henrique Barbosa Sérgio. Novos temas de Direito e Corporate Finance. São Paulo: Quartier Latin, 2019. KALANSKY, Daniel Kalansky e BIONDI, Rafael. Sandbagging Clauses nas Operações de Fusões e Aquisições (M&A), p. 146.

⁶ *Ibid*, p. 147.

⁷ As cláusulas de *Pro-Sandbagging* e *Anti-Sandbagging* estão em desuso até mesmo nos Estados Unidos, conforme aponta o estudo de 2021 da American Bar Association, que demonstrou que 68% das operações de M&A se mantiveram silentes sobre a prática de *Sandbagging*, enquanto 29% dos contratos continham Cláusula *Pro-Sandbagging* e apenas 2% possuíam Cláusula *Anti-Sandbagging*. ABA Private Target Mergers and Acquisitions Deal Points Studies. Disponível em: <https://www.goulstonstorr.com/content/uploads/2022/04/Sandbagging-Provisions-2021.pdf>. Acesso em 07/06/2023.

⁸ Disponível em <<https://www.merriam-webster.com/dictionary/sandbag>> Acesso em 24/10/2022.

A expressão, na realidade, é uma alegoria literária à estratégia de uma parte propositalmente prometer de menos e entregar a mais. Essa estratégia pode ser usada em diversos contextos. No contexto de fusões e aquisições, refere-se ao fato da parte ter conhecimento sobre a inveracidade de uma declaração ou garantia prestada.

Para Miziolek e Angelakos⁹, a expressão é oriunda de 1940 e deriva de uma prática do poker, em que o jogador deixa de dar “*raise*” na primeira oportunidade, a fim de conseguir fazer um “*raise*” em cima de uma aposta maior posteriormente. Pontuam que recentemente as expressões “*Pro-sandbagging*” e “*Anti-sandbagging*” passaram a ser utilizadas para descrever cláusulas contratuais que visam esclarecer as consequências do conhecimento da outra parte acerca do descumprimento de uma declaração antes do fechamento do contrato.

Para Glenn West e Kim M. Shah, o termo *Sandbagging* é uma alusão a uma prática do golfe¹⁰, quando um jogador finge ser pior do que realmente é para obter vantagem sobre seu oponente que desconhece de seu nível. No golfe, ao mentir sobre suas próprias habilidades, um jogador que pratica *sandbagging* aumenta suas chances de ganhar o jogo¹¹. Ressaltam que, muito embora pareça inofensivo, a prática era muito efetiva e tinha o potencial de causar significativo dano à vítima que sofria *sandbagging*.

Já no que se refere ao contexto de fusões e aquisições, Charles K. Whitehead¹², elucida que um comprador pratica *Sandbagging* contra um vendedor quando, tendo ciência de que violou uma declaração e garantia, fecha o negócio e posteriormente alega violação da cláusula. Pontua que, muito embora normalmente se exija o desconhecimento do comprador sobre a violação da cláusula para pleitear indenização, o entendimento moderno é de que seria possível obter reparação independentemente do conhecimento do comprador.

⁹ MIZIOLEK, Aleksandra. ANGELAKOS, Dimitrios. *Sandbagging, From Poker to the World of Mergers and Acquisitions*. June, 2013.

¹⁰ WEST, Glenn D.; SHAH, Kim M. “Debunking the Myth of the Sandbagging Buyer: When Sellers Ask Buyers to Agree to Anti-Sandbagging Clauses, Who Is Sandbagging Whom?” *The M&A Lawyer*, v. 11, n. 1, New York: West Legalworks, p. 1-9, Jan. 2007, p. 1.

¹¹ KELLY, Brent, “What is the Origin of the Term ‘Sandbagger’?” “Your Guide to Golf. Disponível em <http://golf.about.com> Acesso em 8 de outubro de 2022.

¹² WHITEHEAD, Charles K. *Sandbagging: Default Rules and Acquisition Agreement*. Cornell University Law School Faculty Publications, 2011.

Também no contexto de fusões e aquisições, J.D. Brandon Cole¹³ define *Sandbagging* a prática em que uma das partes, normalmente o comprador, busca indenização após a conclusão da operação, em função da violação da cláusula de declaração e garantia, cuja violação a parte já tinha conhecimento antes da assinatura do acordo de compra e venda, ou, em alguns casos, durante a negociação.

O autor Kevin M. Torney¹⁴, por sua vez, define que um comprador pratica *Sandbagging* quando passa a ter conhecimento de que determinada declaração e garantia prestada pelo vendedor é falsa e, ao invés de alertar o vendedor sobre esse fato, o comprador realiza a transação, apesar do seu conhecimento sobre a violação da declaração e garantia, e busca indenização pelo seu descumprimento.

Jacek Jastrzebski¹⁵ explica o fenômeno de *Sandbagging* como a hipótese em que o comprador sabia, ao ingressar em uma negociação que algumas das declarações e garantias fornecidas pelo vendedor não eram verdadeiras e posteriormente alega descumprimento da cláusula e pleiteia indenização. Afirma que tal fato ficou conhecido nos Estados Unidos como *Sandbagging* e que o beneficiário da cláusula de declaração e garantia pratica *Sandbagging* contra o declarante quando pactua cláusula sabendo que é inverídica e posteriormente pleiteia indenização a partir de declaração que sabia ser inverídica no momento de sua execução.

Para Troy Ungerman¹⁶, *Sandbagging* é quando uma parte possui uma força, vantagem, ou está em uma posição de poder, fato que é escondido para tirar proveito da contraparte. Pontua que no contexto das operações de fusões e aquisições, isso ocorre quando o comprador descobre que o vendedor violou algum termo do acordo antes do fechamento, mas não levanta essa questão até a conclusão do negócio, momento em que busca indenização do vendedor pelo seu descumprimento.

¹³ COLE, Brandon. Knowledge is not necessarily power: sandbagging in New York M&A transactions. Brandon Cole, J.D. / M.B.A. Candidate, University of Iowa, 2017; B.B.A., University of Iowa, 2013, p. 447.

¹⁴ TORNEY, Kevin M. Targeting the Right Investment: Choices and Challenges in Private Equity Transactions, in UNDERSTANDING LEGAL TRENDS IN THE PRIVATE EQUITY AND VENTURE CAPITAL MARKET 71, 2013, p. 71.

¹⁵ JASTRZEBSKI, Jacek. "Sandbagging" and the Distinction Between Warranty Clauses and Contractual Indemnities. UC Davis Business Law Journal, vol 19, 2019. p. 208.

¹⁶ UNGERMAN, Troy. Sandbagging in M&A - Negotiating strategies.

<<https://www.deallawwire.com/2017/11/23/part-1-sandbagging-in-ma-negotiating-strategies/>> Acesso em 16 de outubro de 2022.

Luke P. Iovine III¹⁷ elucida que, muito embora a expressão “*sandbag*” remeta a uma conotação negativa, os motivos pelos quais um comprador opta por realizar tal prática podem variar e não necessariamente envolvem uma conduta moralmente reprovável.

Em suma, *Sandbagging* é quando uma parte utiliza informação sobre o descumprimento de declaração e garantia, que obteve ao longo da negociação, para pleitear indenização após o fechamento do contrato. As partes podem optar por expressamente permitir a prática de *Sandbagging* (cláusula de *Pro-Sandbagging*), ou podem afastar o direito à indenização da parte caso tenha obtido conhecimento sobre sua inveracidade no trâmite das negociações (cláusula de *Anti-Sandbagging*). Também há uma terceira opção, mais frequentemente adotada, que é manter-se silente sobre o assunto. As cláusulas serão exploradas com profundidade nos capítulos a seguir.

2.2 CLÁUSULA DE ANTI-SANDBAGGING E PRO-SANDBAGGING

A prática de *Sandbagging* pode ser abordada pelas partes de 3 maneiras:

(i) a primeira opção é pactuar uma cláusula de *Pro-Sandbagging* e expressamente estipular que o comprador terá direito a invocar violação à cláusula de declaração e garantia, independentemente de ter conhecimento prévio sobre sua inveracidade¹⁸;

(ii) o segundo caminho é prever que a parte não poderá alegar violação à cláusula de declaração e garantia caso tenha obtido informação que indicava sua inverdade, por meio de cláusula de *Anti-Sandbagging*¹⁹; e

(iii) a terceira opção, e a mais comumente adotada, é manter silêncio sobre o assunto, sem nenhuma estipulação contratual sobre *Sandbagging*²⁰.

É o que ensinam Broc Romanek, Rick Climan, Wilson Chu e Steve Glover²¹, quando afirmam que, em um acordo de compra e venda, o comprador e o vendedor

¹⁷ IOVINE III, Luke P. Sandbagging In M&A Deals: Silence May Not Be Golden, 16 M & A LAW. 10 (2012), 201.

¹⁸ BOTREL, Henrique Barbosa Sérgio. Novos temas de Direito e Corporate Finance. São Paulo: Quartier Latin, 2019. KALANSKY, Daniel Kalansky e BIONDI, Rafael. Sandbagging Clauses nas Operações de Fusões e Aquisições (M&A), p. 146.

¹⁹ *Ibid.*

²⁰ *Ibid.*

²¹ Broc Romanek, Rick Climan, Wilson Chu, & Steve Glover, Negotiating PublicPrivate Mergers, 6 M & A LAW. 1 (2002).

podem lidar com o problema de *sandbagging* de três formas: (i) expressamente permitir que o comprador se envolva na prática de *sandbagging*, mesmo que o comprador tenha ciência prévia da falsidade da declaração e garantia prestada pelo vendedor; (ii) expressamente proibir o comprador o direito de indenização por descumprimento de declaração e garantia se o comprador tinha ciência prévia da falsidade da declaração; ou (iii) não se manifestar sobre a questão.

A primeira opção pontuada pelos autores é a cláusula *Pro-Sandbagging*, em que as partes cogitam a hipótese da parte pactuar cláusula de declaração e garantia sabendo de sua potencial inverdade e expressamente permitem que isso ocorra.

A segunda opção é cláusula de *Anti-Sandbagging*, previsão que veda a prática de *Sandbagging*. Assim, caso a parte busque ser indenizada por declaração que sabia que era falsa, o pleito será afastado de pronto.

A terceira hipótese é a de o contrato ser silente sobre a prática de *Sandbagging*.

Daniel Kalansky e Rafael Biondi Sanchez²² definem uma cláusula de *Pro-Sandbagging* como uma disposição em que o consumidor resguarda o seu direito de ser indenizado, independentemente de conhecimento prévio ao fechamento do negócio sobre a violação de uma declaração e garantia prestada pelo vendedor do contrato.

Um exemplo de cláusula de *Pro-Sandbagging* é²³:

The rights of the Purchaser to indemnification or any other remedy under this Agreement shall not be impacted or limited by any knowledge that the Purchaser may have acquired, or could have acquired, or could have acquired, whether before or after the closing date, nor by any investigation or diligence by the Purchaser. The Seller hereby acknowledges that, regardless of any investigation made (or not made) by or on behalf of the Purchaser, and regardless of the results of any such investigation, the Purchaser has entered into this transaction in express reliance upon the representations and warranties of the Seller made in this Agreement.

Em tradução livre:

Os direitos do Comprador à indenização ou a qualquer outro remédio previsto neste Contrato não será impactado ou limitado por qualquer conhecimento que o Comprador tenha obtido, ou poderia ter obtido, seja antes ou depois do fechamento, ou por qualquer investigação ou diligência feita pelo Comprador. O vendedor reconhece que, independentemente de qualquer investigação feita (ou não feita) pelo ou em nome do Comprador, e independentemente dos resultados de dita investigação, o Comprador

²² BOTREL, Henrique Barbosa Sérgio. Novos temas de Direito e Corporate Finance. São Paulo: Quartier Latin, 2019. KALANSKY, Daniel Kalansky e BIONDI, Rafael. Sandbagging Clauses nas Operações de Fusões e Aquisições (M&A), p. 146.

²³ *Ibid*, p. 147.

adentrou nessa transação com base nas declarações e garantias firmadas pelo vendedor neste Contrato.

A cláusula de *Anti-Sandbagging* determina que o comprador aceita afastar seu direito a receber indenização em relação às declarações e garantias fornecidas pelo comprador sobre as quais, antes de ocorrer o fechamento da operação, tinha conhecimento de sua inverdade.

Um modelo de cláusula de *Anti-Sandbagging* é:

The Purchaser acknowledges that it has had the opportunity to conduct due diligence and investigation with respect to the Company, and in no event shall the Seller have any liability to the Purchaser with respect to the Company, and in no event shall the Seller have any liability to the Purchaser with respect to a breach of representation, warranty or covenant under this Agreement to the extent that the Purchaser knew of such breach as of the Closing Date.

Em tradução:

O Comprador reconhece que teve a oportunidade de conduzir due diligence e investigação em respeito à Companhia, e em nenhum caso o Vendedor terá qualquer responsabilidade perante o Comprador com respeito a violação de alguma declaração e garantia deste Contrato sobre a qual o Comprador já tinha conhecimento prévio à Data de Fechamento.

Em linhas gerais, a cláusula de *Pro-Sandbagging* é mais vantajosa ao comprador e a cláusula de *Anti-Sandbagging* é mais benéfica ao vendedor. Sua admissibilidade dependerá do ordenamento jurídico que rege o contrato no qual as previsões foram estipuladas. A opção pela inclusão de uma dessas cláusulas no contrato dependerá dos interesses específicos de cada parte e da pertinência para a conclusão do negócio, cabendo às partes a escolha pela inclusão ou não de cláusula de *Pro-Sandbagging* ou *Anti-Sandbagging*.

3 O CONTEXTO DA PRÁTICA DE SANDBAGGING

Feita a análise do que é a prática de *Sandbagging* e das cláusulas de *Pro-Sandbagging* e *Anti-Sandbagging*, passa-se a análise do contexto onde a prática está inserida.

3.1 FUSÕES E AQUISIÇÕES

Quando se fala em cláusulas de *Sandbagging*, normalmente elas estão inseridas dentro do contexto empresarial das fusões e aquisições.

As operações de fusões e aquisições são um processo constituído por uma série de instrumentos jurídicos que culminam na junção de duas empresas²⁴. O termo é comumente utilizado em inglês como Mergers & Acquisitions (M&A).

Muito embora as duas palavras sejam utilizadas de forma conjunta, os termos “fusão” e “aquisição” se referem a operações diferentes.

Segundo o Corporate Finance Institute²⁵, aquisição é quando uma companhia maior adquire uma empresa menor e absorve o mercado da empresa de menor porte. As operações de fusões e aquisições podem ser amigáveis ou hostis, a depender das partes envolvidas na negociação.

De acordo com Ademar Orsi²⁶, aquisição é a compra de uma empresa por outra empresa. A partir dessa operação, a compradora passa a exercer controle total sobre a empresa adquirida.

A Lei das Sociedades Anônimas²⁷ assim define o processo de fusão: “Art. 229. 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”.

²⁴ COELHO, Fábio U. Curso de Direito Comercial, v.3. São Paulo: Saraiva, 2002, p. 197.

²⁵ INSTITUTE, Corporate Finance. Mergers & Acquisitions (M&A). 18.02.2022. Disponível em <<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/deals/mergers-acquisitions-ma/>> Acesso em 17.10.2022.

²⁶ ORSI, Ademar. Aquisição de empresas para incorporação de conhecimento: dimensões de análise e indicadores de resultados. Rio de Janeiro, 2005.

²⁷ BRASIL. Lei n. 6.404 de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm> Acesso em 17.10.2022

O Código Civil²⁸ prevê que: “Art. 1.119. A fusão determina a extinção das sociedades que se unem, para formar sociedade nova, que a elas sucederá direitos e obrigações.”

O Corporate Finance Institute elenca os principais motivos pelos quais as partes optam por realizar uma operação de fusões e aquisições:

i) desbloquear sinergias: normalmente as operações de fusões e aquisições ocorrem para criar sinergias, nas quais a combinação de 2 companhias vale mais que as duas companhias individualmente. Tal fato pode ocorrer em virtude da redução de custo ou aumento de receita. Sinergias de custo são criadas em virtude das economias de escala, enquanto sinergias de receita são normalmente criadas a partir de venda cruzada, aumento de *market share* ou por meio do aumento de seus preços. As sinergias de custo podem ser facilmente quantificadas e calculadas.

ii) maior crescimento: crescimento inorgânico, as fusões e aquisições são um dos jeitos mais rápidos de uma empresa obter maiores receitas, comparado ao crescimento orgânico da empresa. Uma companhia pode ganhar fazendo fusão ou aquisição com uma outra empresa que possui as mais recentes *expertises*, sem ter que assumir o risco de desenvolver a mesma habilidade internamente e do zero;

iii) maior poder de mercado: em uma fusão horizontal, por meio da qual a empresa passará a ter maior *market share* e terá o poder de influenciar preços. As fusões verticais também aumentam o poder de mercado da companhia, visto que ela terá maior controle sobre a cadeia de fornecimento, evitando, dessa forma, choques externos por conta de eventuais crises no fornecimento; e

(iv) diversificação: companhias que operam em indústrias cíclicas sentem necessidade de diversificar seu fluxo de caixa a fim de evitar perdas significativas durante uma desaceleração em sua indústria. Adquirir uma empresa alvo em uma indústria não cíclica permite que uma companhia diversifique sua operação e reduza seu risco de mercado.

Já no processo de fusão, ocorre a combinação de duas organizações de tamanho similar que se tornam uma só empresa²⁹.

²⁸ BRASIL. Lei nº 10.406 de 2002. Institui o Código Civil. Disponível em <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406compilada.htm> Acesso em 17.10.2022.

²⁹ SUEN, Alberto Sanyuan; KIMURA, Herbert. Fusão e Aquisição como estratégia de entrada (entre mode) no mercado brasileiro. Caderno de Pesquisas em Administração, v. 2, nº 5, 2º Sem/97, p. 57.

Ainda, o Corporate Finance Institute (CFI)³⁰ categoriza as transações de fusões e aquisições a partir de seus tipos e de suas formas de integralização.

Quanto ao seu tipo, as operações de fusões e aquisições podem ser classificadas como:

i) horizontais: fusão que ocorre entre duas empresas que operam em indústrias semelhantes que podem ou não ser competidoras diretas;

ii) verticais: fusão entre a companhia e seu fornecedor, ou então com um consumidor de sua cadeia de fornecimento. O objetivo da companhia é se deslocar para cima ou para baixo de sua cadeia de fornecimento, de maneira a consolidar sua posição na indústria; e

iii) conglomerado: operação entre companhias e indústrias sem relação mercadológica. Esse tipo de transação é feito por motivos e objetivos variados.

Quanto a sua forma de integralização:

i) estatutária: fusões em que o comprador é muito maior que a empresa alvo. A compradora porte adquire todos os ativos e passivos da empresa de menor porte. Depois da operação, a empresa alvo deixa de existir enquanto entidade separada;

ii) subsidiária: a empresa alvo se torna subsidiária da empresa adquirente e mas continua com seu negócio;

iii) consolidação: as duas companhias deixam de existir depois da operação, uma nova companhia é formada.

O mesmo instituto³¹ também elenca duas formas de aquisição:

i) compra de ações: o comprador paga os *shareholders* da empresa alvo em dinheiro e/ou compra suas ações. Nessa operação, os *shareholders* recebem compensação e deixam de participar da empresa alvo. O adquirente absorve todos os passivos e ativos da empresa alvo, mesmo aqueles não constantes no balanço. Para receber compensação do comprador, os *shareholders* da empresa alvo devem aprovar a transação por meio de voto da maioria, processo que pode ser demorado.

ii) compra de ativo: o adquirente compra os ativos da empresa alvo e a paga diretamente. Como o adquirente compra somente os ativos da empresa, ele não assume a responsabilidade pelos seus passivos. Como o pagamento é feito

³⁰ INSTITUTE, Corporate Finance. Mergers & Acquisitions (M&A). 18.02.2022. Disponível em <<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/deals/mergers-acquisitions-ma/>> Acesso em 17.10.2022.

³¹ *Ibid.*

diretamente para a empresa alvo, normalmente, não é necessária aprovação dos *shareholders*, a não ser que os ativos correspondam a mais de 50% da companhia.

O pagamento pode ser feito tanto em dinheiro, quanto em ações³². Quando o pagamento é feito em ações, o adquirente emite novas ações que são pagas aos *shareholders* da empresa. Já no pagamento em dinheiro o adquirente compra as ações da empresa.

Cumprе ressaltar que há um aumento número de fusões e aquisições realizadas no Brasil, que tiveram um desempenho recorde em 2021, com 1.963 negociações realizadas, resultando em um crescimento de 59% em relação a 2019³³.

Em 2022, foram realizadas 1.728 operações³⁴, resultando em uma queda de 12% em comparação ao recorde de 2021, mas ainda sim foi o segundo melhor ano histórico de operações de fusões e aquisições no Brasil

Dada a crescente relevância da temática no Brasil, faz-se necessário o estudo dos aspectos jurídicos e negociais que envolvem a operação, que serão explorados a seguir.

3.1.1 Estrutura de uma negociação de fusões e aquisições

No momento de estruturação do negócio de fusão e aquisição, é firmado acordo vinculante entre as partes da operação que delimita os direitos e obrigações de cada um, são os termos e condições da operação. É uma etapa importante do processo de fusão e aquisição, uma vez que enuncia as prioridades e objetivos das partes envolvidas, bem como delimita os riscos que serão assumidos pelas partes³⁵.

Nessa etapa, as partes deverão informar: a) a sua posição na negociação; b) eventuais riscos da operação e como eles poderão ser administrados; c) o limite de

³² *Ibid.*

³³ KPMG. Pesquisa de Fusões e Aquisições, 2021. Disponível em: <<https://kpmg.com/br/pt/home/insights/2022/03/volume-fusoes-aquisicoes-alcancou-recorde-2021.html>> Acesso em 19 de junho de 2023.

³⁴ *Ibid.*

³⁵ INSTITUTE, Corporate Finance. Mergers & Acquisitions (M&A). 18.02.2022. Disponível em <<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/deals/mergers-acquisitions-ma/>> Acesso em 17.10.2022.

risco que conseguem assumir; e d) condições a partir das quais as negociações podem ser canceladas³⁶.

Por ser um procedimento complexo, diversos instrumentos jurídicos podem ser utilizados para que ocorra um processo de fusão e aquisição frutífero e bem sucedido³⁷, a título de curiosidade, menciona-se alguns deles: Letter of Intent (LOI), Non Disclosure Agreement (NDA), e o Memorandum of Understandings (MoU), dentre outros³⁸.

A peça central da operação de aquisição é o Contrato de Compra e Venda de Ações ou Quotas Representativas de Capital Social, também chamado de CCVA ou SPA (Share Purchase Agreement). É por meio do CCVA, que ocorre a transmissão patrimonial entre as partes, concretizando a operação.

No Contrato de Compra e Venda de Ações, as cláusulas mais frequentes são as disposições preliminares, definições das partes, objeto, estruturação do preço, condições de fechamento³⁹ e, o que é de maior importância para o assunto *Sandbagging*, as declarações e garantias.

3.2 CLÁUSULAS DE DECLARAÇÃO E GARANTIA

As cláusulas de declaração e garantia visam delimitar a situação fática e jurídica na qual está inserida a operação⁴⁰. É o espelho do que é relevante para as partes na negociação e precificação da operação, conforme explica Evandro Pontes⁴¹, quando afirma que a essência das cláusulas de declaração e garantia é realizar uma convenção de uma verdade entre as partes no que se refere às circunstâncias de todo o contexto construído pela realidade fática e jurídica da operação. É um retrato do ambiente em que as partes formaram sua vontade de

³⁶ INSTITUTE, Corporate Finance. Mergers & Acquisitions (M&A). 18.02.2022. Disponível em <<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/deals/mergers-acquisitions-ma/>> Acesso em 17.10.2022.

³⁷ REED, Stanley F.; LAJOUX, Alexandra; NESVOLD, H. Peter. The Art of M&A: a Merger, Acquisition, Buyout Guide. 4 Ed. Nova York: McGraw-Hill, 2007. p. 471

³⁸ COUTINHO, Sergio M. B. Fusões e Aquisições, 4a Ed. São Paulo: Saraiva, 2016, p. 270.

³⁹ *Ibid.*

⁴⁰ PONTES, Evandro Fernandes de. Representations & Warranties no Direito Brasileiro. 1º edição. São Paulo: Almedina, 2014, p. 73.

⁴¹ *Ibid.*

celebrar o contrato, de maneira que, se a realidade fosse diferente da consignada na cláusula de declaração e garantia, a operação não ocorreria.

Para Stephen Bainbridge, o propósito das cláusulas de declaração e garantia é transformar em responsabilidade contratual aquilo que não seria contrato⁴².

Ou seja, a partir da cláusula de declaração e garantia, as partes envolvidas no processo de compra e venda delimitam, de boa-fé, quais são as situações fáticas que as levam a realizar a operação pelo valor que está sendo firmado.

Por exemplo, caso os compradores tenham receio de que a empresa que está sendo tenha participado de esquema de corrupção, pode-se pactuar uma cláusula de declaração e garantia em que a parte vendedora afirma que não praticou ato corruptivo (declaração), sob pena de ter que arcar com indenização (garantia), caso a informação prestada venha a ser falsa.

É a partir dessa cláusula que se estabelece uma relação de confiança entre as partes, que delimitam as condições sob as quais aceitaram realizar a operação.

No direito estadunidense, cláusulas de declaração e garantia são chamadas de *representations and warranties*.

Representations são declarações que devem se manter verídicas no momento em que elas estão sendo pactuadas, bem como devem ser verdadeiras no que diz respeito ao momento anterior à sua pactuação⁴³. Ou seja, aqui trata-se de um espectro de passado e presente.

Segundo Giacomo Grezzana⁴⁴, *representations* são afirmações sobre fato presente ou passado, feitas com o propósito de induzir a contraparte a celebrar o contrato, o que é semelhante ao dever de informar nos países de *civil law*.

Conforme ensina o autor⁴⁵, para que a *representation* seja considerada válida, é necessário que a parte beneficiária da cláusula deposite confiança - *reliance* - no que está sendo declarado, constituindo elemento decisivo para a contratação. Caso a parte não tenha confiado plenamente na declaração prestada, não é uma *representation*.

⁴² BAINBRIDGE, Stephen M. *Mergers and Acquisitions*. 3rd ed. New York: Thomson Reuters Foundation Press, 2012, p. 80.

⁴³ ENERI, José Virgílio Lopes. *Project Finance: financiamento com foco em empreendimentos (parcerias público-privadas, 'leveraged buy-outs' e outras figuras afins)*. São Paulo: Saraiva, 2007, p. 232.

⁴⁴ GREZZANA, Giacomo. *A Cláusula de Declarações e Garantias em Alienação de Participação Societária*. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 307.

⁴⁵ *Ibid*, p. 107

As *warranties*⁴⁶, por sua vez, são promessas contratuais de que o bem possui determinada qualidade ou característica⁴⁷.

Sobre a diferenciação entre *representations* e *warranties*, José Angrácia Antunes⁴⁸ afirma que as *representations* são declarações que atestam o estado de fato da empresa na data da conclusão do contrato e as *warranties* têm como objetivo criar obrigações recíprocas entre as partes no que se refere ao conjunto de matérias ou aspectos da empresa após a conclusão do negócio.

Segundo Mariana Mendes-Medeiros⁴⁹, as declarações e garantias são uma técnica contratual por meio da qual as partes elaboram declarações afirmativas ou negativas, acerca de diversos assuntos do contrato, principais ou acessórios, que variam de acordo com o bem negociado e o ramo da atividade. A partir dessa cláusula, a veracidade e exatidão das informações prestadas são garantidas pela parte que faz a declaração.

Catarina Monteiro Pires⁵⁰ ensina que as garantias podem se referir a bens, dívidas, fornecedores, litígios, contratos, impostos, seguros, licenças, rentabilidade, balanço, entre outros. Pontua que essência da cláusula não está no seu objeto, mas sim no sentido que as partes desejaram fornecer à estipulação contratual, ou seja, na consignação de que a cláusula contempla de fato uma garantia, e não somente uma informação.

O Código Civil de 1916 já possuía disposição acerca de declarações prestadas⁵¹:

Art. 131. As declarações constantes de documentos assinados presumem-se verdadeiras em relação aos signatários.

⁴⁶ GREZZANA, Giacomo. Cláusula de irrelevância da ciência prévia do adquirente sobre a contingência da sociedade-alvo e alienação de participação societária (cláusula de irrelevância de ciência prévia - “sandbagging provisions”). Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários, São Paulo: Almedina, v. 11, 2020, p. 107

⁴⁷ PONTES, Evandro Fernandes de. Representations & Warranties no Direito Brasileiro. 1º edição. São Paulo: Almedina, 2014, p. 62.

⁴⁸ ANTUNES, José Engrácia. A empresa como objeto de negócios. Disponível em <<https://portal.oa.pt/upl/%7B93b87892-4d63-4648-9016-fdcc362c9e3f%7D.pdf>> Acesso em 31/10/2022, p. 783.

⁴⁹ MENDES-MEDEIROS, Mariana. Cláusulas de Declarações e Garantias nos Contratos Internacionais de Aquisição de Empresas ou de Ativos. 292 f. Dissertação de Mestrado. Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. Orientador Prof. Dr. Luiz Olavo Baptista. São Paulo, 2006, p. 178. In: SALTON, Rodrigo. O Dever de Informar na Fase Pré-Contratual e as Operações de M&A. São Paulo: Quartier Latin, 2023.

⁵⁰ PIRES, Catarina Monteiro. Aquisições de Empresas e de Participações Acionistas - problemas e litígios. Coimbra: Almedina, 2018, p. 64.

⁵¹ BRASIL. Lei n. 3.071 de 1916. Código Civil dos Estados Unidos do Brasil. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L3071.html>. Acesso em 7 de outubro de 2022.

Parágrafo único. Não tendo relação direta, porém, com as disposições principais, ou com a legitimidade as partes, as declarações enunciativas não eximem os interessados em sua veracidade ao ônus de prová-las.

No Código Civil de 2002⁵², o artigo passou a ser o 219, mas sua redação se manteve a mesma.

Na década de 90, as cláusulas de declaração e garantia passaram a ser exigidas por investidores estrangeiros nas operações de fusões e aquisições⁵³. A partir de então foi designada uma nova faceta às cláusulas de declaração e garantia que estavam previstas no ordenamento jurídico brasileiro desde 1916⁵⁴.

Sendo assim, muito embora as declarações estivessem presentes no Código Civil desde 1916, a nova ressignificação desse instituto foi importada do direito norte-americano, por meio das cláusulas de *representations and warranties*⁵⁵.

Evandro Pontes pontua que duas são as facetas que se destacam na qualificação das cláusulas de declaração e garantia. A primeira é estabelecer enunciados sobre as partes, o objeto do contrato e a operação, e a segunda é determinar base para prevenção de vícios de vontade⁵⁶.

Maristela S. Abla pontua que as cláusulas de declaração e garantia visam 4 objetivos: i) meio de incentivar a divulgação de todas as informações relevantes à realização do negócio; ii) demonstrar qual foi o elemento decisório que motivou a celebração do CCVA, constituindo a última oportunidade para a parte desistir do negócio frente às informações prestadas; iii) ser elemento influenciador na determinação de preço; iv) determinar fundamentos para pleitear a resolução do CCVA ou pleitear indenização, caso venha a se comprovar a imprecisão ou inverdade das declarações⁵⁷.

De acordo com Rodrigo Salton⁵⁸, a cláusula de declaração e garantia normalmente é a cláusula de redação mais complexa em uma operação de fusão e

⁵² BRASIL. Lei n. 10.406 de 2002. Institui o Código Civil. Disponível em:

<http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/L10406.htm>. Acesso em 7 de outubro de 2022.

⁵³NOVAIS, Raquel. El derecho anglosajón y los contratos de M&A regidos por la legislación brasileña. 1 Ed. Lima: Instituto Peruano de Arbitraje, 2015, p. 200.

⁵⁴ PONTES, Evandro F. Representations & Warranties no Direito Brasileiro. 1 ed. São Paulo: Almedina, 2014, p. 145.

⁵⁵ *Ibid.*

⁵⁶ *Ibid.*

⁵⁷ ABLA, Maristela S. Sucessão Empresarial: Declarações e Garantias – o Papel da Legal Due Diligence. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro S. Reorganização Societária. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 110.

⁵⁸ SALTÓN, Rodrigo. O Dever de Informar na Fase Pré-Contratual e as Operações de M&A. São Paulo: Quartier Latin, 2023, p. 255.

aquisição, visto que é elemento central para alocação de riscos e manejo das informações cruciais para a conclusão do negócio.

Por esse motivo, a negociação de uma cláusula de declaração e garantia é muitas vezes tão ou mais importante do que a negociação do preço⁵⁹.

Meyer e Löwe⁶⁰ pontuam que a análise da violação ou não de uma cláusula de declaração e garantia normalmente constituem o centro das disputas de fusões e aquisições.

É nesse contexto que está inserido o tema do presente trabalho, visto que o comprador que pratica *Sandbagging*, pleiteia indenização a partir da suposta violação da cláusula de declaração e garantia, elemento central do contrato de compra e venda de participação societária. As operações de fusões e aquisições envolvem complexo e extenso processo negocial, motivo pelo qual será analisado a seguir os possíveis interesses envolvidos na pactuação de cláusulas de *Sandbagging*.

3.3 OS INTERESSES ENVOLVIDOS NA PACTUAÇÃO DAS CLÁUSULAS DE *SANDBAGGING*

A pactuação das cláusulas de *Sandbagging* é um tema altamente prático, uma vez que está inserido no âmbito das negociações de um processo de fusão e aquisição.

Tendo isso em vista, cumpre analisar as questões negociais que envolvem a pactuação das cláusulas de *Sandbagging*, mais especificamente quais são os interesses dos compradores e dos vendedores na pactuação de cada cláusula.

Via de regra, os compradores tendem a querer pactuar a cláusula de *Pro-Sandbagging* e os vendedores a firmar cláusula de *Anti-Sandbagging*.

A seguir, será estudado quais os principais argumentos que podem ser utilizados por cada parte na pactuação das cláusulas de *Sandbagging*.

⁵⁹ PARGENDLER, Mariana; PORTUGAL GOUVÊA, Carlos. As diferenças entre Declarações e Garantias e os Efeitos do Conhecimento. p. 12-13. In: SALTON, Rodrigo. O Dever de Informar na Fase Pré-Contratual e as Operações de M&A. São Paulo: Quartier Latin, 2023.

⁶⁰ MEYER, Andreas H. LÖWE, Henning. Allgemeine Rahmenregelungen zu Garantien in Unternehmenskaufverträgen, in Handbuch Streitigkeiten beim Unternehmenskauf, M&A Litigation, org. Kim Lars Mehrbrey, Carl Heymanns Verlag, Colônia, 2018 (p. 566 ss), p. 571.

3.3.1 Os interesses do comprador na pactuação de cláusula *Pro-Sandbagging*

Os argumentos pelos quais o comprador pode buscar a pactuação de cláusula *Pro-Sandbagging* e resistir à pactuação de cláusula de *Anti-Sandbagging* podem ser⁶¹:

(i) eliminar litígios futuros acerca do conhecimento das partes envolvendo o conteúdo da cláusula de declaração e garantia. Isso pois a cláusula de *Anti-Sandbagging* cria um problema adicional, uma potencial disputa para cada pleito de indenização, uma vez que, antes de discutir o mérito de determinada disputa, deverá ser resolvido o problema sobre o conhecimento ou a falta de conhecimento do comprador acerca da informação que é objeto do pleito de indenização. Por esse motivo, a cláusula de *Anti-Sandbagging* atravancaria eventual pedido de indenização por descumprimento de declaração e garantia;

(ii) pode haver desacordo sobre quais executivos ou empregados do comprador participaram da cadeia de conhecimento da informação; por exemplo, um especialista ambiental poderia ser imputado o conhecimento sobre questões de propriedade intelectual?; ou o quanto de informação pode ser considerado conhecimento para fins da cláusula de *Anti-Sandbagging*, um comentário de passagem, ou um boato, pode ser considerado conhecimento? Logo, uma cláusula de *Anti-Sandbagging* poderia gerar uma extensa discussão sobre o que de fato é um conhecimento apto a afastar o direito de indenização e o que é um mero boato, ou uma informação recebida por alguém que não tinha compreensão de seu conteúdo, que não seria capaz de configurar conhecimento de fato para fins de aplicação da Cláusula de *Anti-Sandbagging*; e

(iii) desincentivo para o comprador fazer uma *due diligence* bem feita. Tal cláusula eliminaria ou dificultaria o interesse do comprador de se informar ao máximo antes do fechamento do negócio e incentivaria o comprador a não fazer diligência completa sobre as potenciais áreas de risco. Isso porque, todas as informações obtidas pelo comprador poderiam servir de elemento para a invocação

⁶¹ AVERY, Daniel R. Trends in M&A Provisions: Sandbagging and Anti-Sandbagging provisions. Disponível em

<<https://www.goulstonstorrs.com/whats-market-blog/trends-in-ma-provisions-sandbagging-and-anti-sandbagging-provisions>> Acesso em 19/10/2022.

da cláusula de *Anti-Sandbagging* e, por consequência, afastar seu direito de reparação. Em contrapartida, uma cláusula de *Pro-Sandbagging* incentiva o comprador a conduzir completa e robusta diligência, que é do interesse de ambas as partes no negócio.

De fato, se é pactuada cláusula que vincula a possibilidade de alegar violação à cláusula de declaração e garantia ao desconhecimento de informações sobre sua inveracidade (cláusula de *Anti-Sandbagging*), as partes colocam um entrave a mais na resolução do litígio. Isso porque antes de analisar a possível violação à cláusula de declaração e garantia, deverá ser apurado se o comprador tinha acesso a alguma informação que apontava o descumprimento da cláusula.

Essa análise se torna complicada na medida em que é difícil comprovar o desconhecimento de uma parte acerca de uma informação. Por adentrar em um campo de grande subjetividade, abre-se espaço para discussão sobre a extensão do conhecimento do comprador sobre o fato. Pode-se discutir se o comprador tinha ciência da informação por completo, ou se era mera suposição ou boato, ou se a informação havia chegado aos negociantes da operação de fusões e aquisições, dentre tantas outras hipóteses.

Outro argumento trazido no ponto c) é de que a cláusula de *Anti-Sandbagging* desestimula o comprador a realizar *due diligence* e cumprir com seu dever de se informar da melhor forma possível. Esse argumento é lógico, na medida em que toda informação que o comprador adquirir por meio da sua *due diligence* está lastreada no possível ônus de tal conhecimento comprometer sua futura busca por reparação.

A cláusula de *Anti-Sandbagging* também poderia fazer o vendedor soterrar o comprador com documentos, com um deles contendo a informação que indica a inveracidade da declaração prestada, para depois alegar que o comprador tinha acesso à informação e invalidar seu pleito de reparação.

Troy Ungerman⁶² pontua que, no ponto de vista do comprador, a cláusula de *Pro-Sandbagging* estimula que a vendedora seja verdadeira em suas declarações, que a compradora realize *due diligence* de qualidade e, na hipótese de ocorrência de situações inesperadas, a parte adquirente estará resguardada.

⁶² UNGERMAN, Troy. Part 1: Sandbagging in M&A - negotiating strategies. 23/11/2017. Disponível em: <https://www.deallawwire.com/2017/11/23/part-1-sandbagging-in-ma-negotiating-strategies/>. Acesso em 19/10/2022.

Shadden⁶³ pontua que causa estranheza perante o comprador o vendedor se recusar a pactuar cláusula de *Pro-Sandbagging*. Afirma que a resistência em pactuar cláusula de *Pro-Sandbagging* é contrária ao objetivo de demonstrar ao comprador que pode sempre confiar no vendedor e em suas declarações e garantias. Ser contra a pactuação de uma cláusula de *Pro-Sandbagging* leva o comprador a questionar o vendedor, gerando dúvida sobre a confiabilidade das afirmações prestadas pelo vendedor. Shadden ressalta que isso leva muitos vendedores a aceitarem a cláusula de *Pro-Sandbagging*, frente a insistência do adquirente.

Segundo Kalansky e Sanchez⁶⁴, quatro são os argumentos pelos quais o comprador poderia argumentar pela inclusão de cláusula de *Pro-Sandbagging*.

O primeiro argumento é que tal cláusula estimula o vendedor a prestar declaração completa e precisa sobre a companhia que está sendo vendida. Se for pactuada cláusula de *Pro-Sandbagging*, há maior grau de vinculação do vendedor à veracidade da declaração prestada, uma vez que o pleito de indenização do comprador independe de seu conhecimento ou não sobre a veracidade do que foi declarado.

Portanto, haveria menos entraves para o comprador obter indenização em virtude da falsidade da declaração, fazendo com que o vendedor se esforce ao máximo a prestar declaração verdadeira e a negociar com honestidade e transparência.

O segundo é o potencial de eliminar disputas depois do fechamento do contrato, poupando as partes da discussão sobre o que sabiam sobre determinado fato ou circunstância.

Com uma cláusula de *Pro-Sandbagging* não há porque se discutir o que o comprador tinha conhecimento ou não no momento do fechamento da operação. Logo, na hipótese de haver um pleito indenizatório, as partes não precisarão dispende tempo e recursos a fim de comprovar o que o comprador tinha conhecimento ou não no momento da negociação, tornando a resolução do conflito mais célere e econômica.

⁶³ SHADDEN, Stacey A. How to *Sandbag* your opponent in the unsuspecting world of high stakes acquisitions, p. 470.

⁶⁴ BOTREL, Henrique Barbosa Sérgio. Novos temas de Direito e Corporate Finance. São Paulo: Quartier Latin, 2019. KALANSKY, Daniel Kalansky e BIONDI, Rafael. Sandbagging Clauses nas Operações de Fusões e Aquisições (M&A), p. 147.

O terceiro argumento é que a cláusula afasta da possibilidade do vendedor soterrar o comprador com milhares de documentos a título de *due diligence*, com o propósito de afirmar posteriormente que o comprador tinha conhecimento acerca da quebra da declaração em função do material fornecido.

O quarto argumento é que a cláusula protege o comprador de eventuais questões inesperadas que podem ocorrer entre a assinatura do contrato e a data de fechamento da operação.

Como se sabe, as negociações de fusões e aquisições são complexas, custosas e extensas. Supondo que o comprador tome conhecimento de alguma situação inesperada ocorrida após a assinatura do contrato mas antes do fechamento da operação que eventualmente torne inverídica a declaração e garantia prestada, seria demasiadamente custoso para ambas as partes rediscutir os termos do contrato e reiniciar as negociações.

Dessa forma, havendo uma cláusula de *Pro-Sandbagging*, a operação pode seguir seu curso normalmente, sem que haja necessidade de desfazer as negociações feitas até então, pois, caso venha a se concretizar eventual situação inesperada que comprometa o que foi declarado no contrato, o comprador estará amparado e poderá pleitear indenização.

Outro argumento que há de ser pontuado é que em uma operação de Fusão e Aquisição, naturalmente, haverá uma assimetria informacional entre comprador e vendedor⁶⁵.

É de se esperar que o vendedor tenha mais informações sobre a empresa que detém controle do que o comprador, parte externa, que a está adquirindo. Por esse motivo, uma cláusula de *Pro-Sandbagging* poderia amenizar a assimetria informacional existente entre as partes, na medida em que garante uma segurança a mais ao comprador em pleitear indenização na hipótese de ser inverídica a declaração prestada pelo vendedor.

São vários os argumentos pelos quais o comprador pode defender a pactuação de uma cláusula de *Pro-Sandbagging* e ser contrário à pactuação da cláusula de *Anti-Sandbagging*. Cada fusão e aquisição envolve partes singulares, com especiais prioridades e interesses.

⁶⁵ GOMES, José Ferreira. M&A: Aquisição em Empresas e de Participações Sociais. Lisboa: AAFDL Editora, 2022, p. 174. In: SALTON, Rodrigo. O Dever de Informar na Fase Pré-Contratual e as Operações de M&A. São Paulo: Quartier Latin, 2023.

Ao comprador, cumpre analisar o quanto lhe é importante a veracidade da declaração e garantia e a possibilidade de obter futura indenização a partir dela. Deve-se avaliar se vale gastar capital negocial com a pactuação de Cláusula de *Pro-Sandbagging*, bem como se ela será acolhida pelo ordenamento jurídico que rege o contrato pactuado.

3.3.2 Os interesses do vendedor na pactuação de cláusula *Anti-Sandbagging*

Por parte do vendedor, é de seu maior interesse pactuar uma cláusula de *Anti-Sandbagging* e, conseqüentemente, ser contrário à cláusula de *Pro-Sandbagging*, pelos seguintes argumentos⁶⁶:

i) seria injusto para o vendedor mostrar informações relevantes sobre a empresa, o comprador realizar *due diligence* e, na sequência, o comprador descobrir informação e escondê-la do vendedor, prosseguir na compra e promover litígio após o fechamento somente para buscar indenização. Por que o vendedor tem o dever de informar se o comprador não cumpriu com o seu dever de informar e omitiu fato relevante? Esse argumento é pautado no dever de lealdade entre as partes durante a negociação, uma vez que, tendo o vendedor se esforçado ao máximo a prestar informações precisas e verídicas ao comprador, espera-se que o comprador faça o mesmo;

ii) a cláusula de *Anti-Sandbagging* facilita a divulgação de informações do comprador ao vendedor. Esse tipo de cláusula ajuda garantir que o comprador tome conhecimento de potenciais problemas durante a *due diligence* e comunique o vendedor. Levantar questões antes do fechamento facilita um processo de divulgação de informações completo e responsivo, facilita a ocorrência de discussões sobre como solucionar preocupações do comprador e possibilita a valoração da operação de forma mais correta possível;

iii) caso um comprador descubra uma área em potencial de litigância ou de risco regulatório em sua diligência, o comprador e o vendedor podem, conjuntamente, determinar o nível de risco dessa descoberta e se esse risco é ou

⁶⁶ AVERY, Daniel R. Trends in M&A Provisions: Sandbagging and Anti-Sandbagging provisions. Disponível em

<<https://www.goulstonstorr.com/whats-market-blog/trends-in-ma-provisions-sandbagging-and-anti-sandbagging-provisions>> Acesso em 19/10/2022.

não assegurado, podendo ser alocado entre vendedor e comprador. Por exemplo, é possível pactuar uma indenização específica para esse risco em específico.

Ungerman pontua que os vendedores podem argumentar que cláusulas de *Anti-Sandbagging* estimulam que todas as questões levantadas por meio da *due diligence* sejam resolvidas antes do fechamento do contrato⁶⁷.

Portanto, com uma cláusula de *Anti-Sandbagging*, garante-se que o comprador irá levar à negociação todas as descobertas relevantes da *due diligence*, possibilitando uma negociação mais transparente e completa.

Além disso, o vendedor fica resguardado de futuro pleito indenizatório fundado em conduta desleal do comprador que ficou sabendo de uma informação não divulgada durante o processo de negociação e deixou de repassá-la ao vendedor.

Daniel Kalansky e Rafael Sanchez⁶⁸, pontuam que é vantajoso ao vendedor pactuar uma cláusula de *Anti-Sandbagging* pois, por meio dela, o vendedor pode entregar todos os documentos e contratos relevantes ao comprador para que realize uma *due diligence* completa, de maneira que o adquirente ficará encorajado a revelar todos os problemas apurados e informá-los ao vendedor, para que exista a oportunidade de resolvê-los.

Ademais, o vendedor pode argumentar que é injusto que a empresa seja sujeita a uma revisão completa de *due diligence* pelo comprador apenas para este ter conhecimento de uma violação, não informá-la ao vendedor e se aproveitar do seu conhecimento para requerer indenização a partir de fato que poderia ser discutido e negociado entre as partes⁶⁹.

Diversos são os possíveis argumentos para a pactuação das cláusulas de *Sandbagging*, cabendo às partes analisar o contexto negocial e sua necessidade e interesse de inclusão de uma cláusula nesse sentido.

Feita a análise do que são as cláusulas de *Pro-Sandbagging*, *Anti-Sandbagging*, o contexto em que elas são pactuadas e os interesses envolvidos na sua negociação, passa-se ao estudo da admissibilidade dessas cláusulas, bem

⁶⁷ UNGERMAN, Troy. Part 1: Sandbagging in M&A - negotiating strategies. 23/11/2017. Disponível em: <https://www.deallawwire.com/2017/11/23/part-1-sandbagging-in-ma-negotiating-strategies/>. Acesso em 19/10/2022.

⁶⁸ BOTREL, Henrique Barbosa Sérgio. Novos temas de Direito e Corporate Finance. São Paulo: Quartier Latin, 2019. KALANSKY, Daniel Kalansky e BIONDI, Rafael. Sandbagging Clauses nas Operações de Fusões e Aquisições (M&A), p. 148.

⁶⁹ *Ibid.*

como da prática de *Sandbagging* (quando o contrato é silente sobre o assunto) no direito brasileiro.

4 ADMISSIBILIDADE DA PRÁTICA DE *SANDBAGGING* E DAS CLÁUSULAS DE *SANDBAGGING* NO DIREITO BRASILEIRO

A admissibilidade da prática de *Sandbagging* no direito brasileiro deve ser analisada sob duas hipóteses.

A primeira é a hipótese das partes terem pactuado cláusula de *Pro-Sandbagging* ou cláusula de *Anti-Sandbagging*, em que é expressamente permitido ou proibido a prática de *Sandbagging*, que será tratado a seguir (Capítulo 5.1).

A segunda hipótese é a ausência de previsão sobre a prática de *Sandbagging*, questão que exige aprofundado debate sobre a possível violação do princípio da boa-fé.

4.1 A LIBERDADE CONTRATUAL E A POSSIBILIDADE DE PACTUAÇÃO DE CLÁUSULAS DE *PRO-SANDBAGGING* E *ANTI-SANDBAGGING* NO DIREITO BRASILEIRO

Nas operações de fusões e aquisições, cada detalhe do Contrato de Compra e Venda é minuciosamente negociado e estudado pelas respectivas equipes jurídicas do comprador e do vendedor.

Trata-se de operação que envolve partes altamente especializadas, cada cláusula incluída no contrato depende de extensa negociação e o resultado final é a melhor forma que as partes encontraram de alocar os riscos e interesses econômicos do negócio.

Conforme visto anteriormente (Capítulo 4.2), é de interesse do vendedor pactuar uma cláusula de *Anti-Sandbagging*, uma vez que dificulta a obtenção de reparação por parte do comprador. Ao adquirente, interessa a pactuação de cláusula de *Pro-Sandbagging* (Capítulo 4.1), visto que facilita eventual futuro pleito indenizatório.

A pactuação dessas cláusulas muito provavelmente enfrentará resistência da contraparte, visto que cada uma delas atende interesses opostos⁷⁰.

⁷⁰ SHADDEN, Stacey A. How to *Sandbag* your opponent in the unsuspecting world of high stakes acquisitions. p. 470.

Portanto, caso uma das partes queira incluir uma cláusula de *Sandbagging* no contrato, certamente tal ato custará ao interessado alto nível de capital negocial, que poderá gerar diversos efeitos na operação como um todo, como consequências na precificação, pactuação de outras cláusulas, entre outros⁷¹. Logo, a possibilidade de afastar os efeitos das cláusulas de *Sandbagging* pactuadas devem levar em consideração que tal ato pode desvirtuar por completo as condições pelas quais o negócio foi firmado.

No que se refere à pactuação de cláusula de *Anti-Sandbagging*, entende-se não haver tanto espaço para debate acerca da sua admissibilidade. Isso pois, caso as partes optem por estabelecer que, caso o comprador tenha conhecimento sobre a inveracidade da declaração prestada, ele não poderá pleitear indenização pelo seu descumprimento, não parece haver qualquer tipo de empecilho jurídico para admissibilidade de tal cláusula ou qualquer risco de violar o princípio da boa-fé.

Já quanto à cláusula de *Pro-Sandbagging*, que prevê a possibilidade do comprador pleitear indenização pela falsidade da declaração, mesmo tendo ciência prévia de sua inverdade, pode haver questionamentos sobre sua conformidade com o ordenamento jurídico brasileiro, mais especificamente, com o princípio da boa-fé.

O principal argumento contrário à admissibilidade da cláusula de *Pro-Sandbagging* é que referida previsão permitiria uma conduta desleal e antiética, que comprometeria a lisura do ambiente negocial.

Contudo, nem sempre o ato de *Sandbagging* de um comprador decorre de atitudes desleais. Shadden explica que existem muitos motivos pelos quais um comprador pode escolher pactuar cláusula de *Pro-Sandbagging*⁷². A primeira é um simples argumento contratual de que “acordo é acordo”. O autor explica que, em uma operação de fusão e aquisição, o vendedor usualmente negocia uma combinação de previsões que limitam a habilidade de um comprador processar o vendedor em face de descumprimento da cláusula de declaração e garantia.

Um exemplo de recurso comumente utilizado é a cláusula de *non-reliance*, que previne o comprador de fazer reivindicações a partir de declarações e garantias

⁷¹ GREZZANA, Giacomo. Cláusula de irrelevância da ciência prévia do adquirente sobre a contingência da sociedade-alvo e alienação de participação societária (cláusula de irrelevância de ciência prévia - “sandbagging provisions”). Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários, São Paulo: Almedina, v. 11, 2020, p. 114.

⁷² SHADDEN, Stacey A. How to *Sandbag* your opponent in the unsuspecting world of high stakes acquisitions, p. 470.

feitas fora do acordado por escrito, forçando o comprador a provar que confiou somente na declaração e garantia que alega ter sido descumprida⁷³.

Vendedores também pactuam cláusulas de *exclusive remedies*, que limitam a responsabilidade do vendedor pelo descumprimento de cláusula de declaração e garantia para limitações contratuais específicas estipuladas no acordo por escrito. Além disso, a responsabilidade do vendedor é ainda mais restringida com cláusulas que limitam o valor das indenizações⁷⁴.

Após a inclusão de cláusulas de *non-reliance*, de *exclusive remedies* e limitações à obrigação de indenizar, não seria prudente, por parte do comprador, buscar restringir as dificuldades que terá de superar para ser indenizado com uma cláusula de *Pro-Sandbagging*, na hipótese do vendedor ter violado o declarado? Shadden entende que o comprador não está sendo antiético⁷⁵. Um acordo é um acordo.

Sobre a admissibilidade da cláusula de *Pro-Sandbagging*, professora portuguesa Catarina Monteiro Pires⁷⁶ afirma que, de modo geral, não há fundamento para a rejeição desse tipo de cláusula sob o fundamento de invalidade ou contrariedade a lei, desde que ressalvadas as proteções referentes à renúncia antecipada a direitos (artigo 809º do Código Civil Português) e ao exercício abusivo de direitos (artigo 334º do Código Civil Português).

Portanto, para a autora, as cláusulas de *Sandbagging* são válidas, desde que sejam observadas as disposições sobre a renúncia antecipada a direitos e que não configurem abuso de direito.

Quanto à hipótese de renúncia antecipada a direitos, a autora menciona o artigo 809 do Código Civil Português⁷⁷, contudo, o Código Civil Brasileiro não possui previsão análoga⁷⁸.

⁷³ SHADDEN, Stacey A. How to *Sandbag* your opponent in the unsuspecting world of high stakes acquisitions, p. 471.

⁷⁴ *Ibid.*

⁷⁵ *Ibid.*

⁷⁶ PIRES, Catarina Monteiro. Aquisições de Empresas e de Participações Acionistas - problemas e litígios. Coimbra: Almedina, 2018, p. 64.

⁷⁷ “Artigo 809º É nula a cláusula pela qual o credor renuncia antecipadamente a qualquer dos direitos que lhe são facultados nas divisões anteriores nos casos de não cumprimento ou mora do devedor, salvo o disposto no nº 2 do artigo 800º.” PORTUGAL, Decreto-Lei nº 47.344, de 25 de novembro de 1966. Disponível em

<<https://www.igac.gov.pt/documents/20178/358682/C%C3%B3digo+Civil.pdf/2e6b36d8-876b-433c-88c1-5b066aa93991>> Acesso em 16 de junho de 2023.

⁷⁸ NISHI, Camila Otani. A Cláusula de *Sandbagging* em contratos de M&A. São Paulo: Quartier Latin, 2023, p. 108.

A autora Camila Otani Nishi⁷⁹ cita a vedação da renúncia antecipada de direitos nos contratos de adesão, constante no artigo 424 do Código Civil⁸⁰. Contudo, essa proibição visa resguardar a parte mais fraca da relação contratual, visto que nos contratos de adesão há assimetria contratual, o que não ocorre nos contratos empresariais em questão.

Além disso, menciona que a doutrina brasileira considerou nula cláusula que renúncia de forma antecipada o direito de preferência do locatário, conforme art. 27 da Lei 8.245/1991⁸¹, pois tal renúncia seria realizada no “vácuo”, ou seja, sem que o locatário tivesse conhecimento das condições do negócio.

Contudo, Camila Nishi pontua que as operações de fusões e aquisições envolvem partes sofisticadas, que compõem relação paritária, e que a pactuação de Cláusulas de *Sandbagging* versam sobre informações divulgadas, motivo pelo qual a autora entende que a negociação dessas cláusulas não extrapola os limites de admissibilidade da renúncia antecipada de direitos⁸².

Daniel Kalansky e Rafael Sanchez⁸³ apontam que a pactuação de cláusulas de *Sandbagging* são um exercício da autonomia da vontade das partes, que permite que os contratantes estipulem cláusulas que melhor atendam às suas necessidades.

Contudo, ainda sim, os autores fazem uma ressalva quanto à possibilidade de violação do princípio da boa-fé. Afirmam que o princípio da boa-fé objetiva determina que as partes, ao celebrarem um contrato, são obrigadas a seguirem os padrões de ética, honestidade e transparência, de maneira que ambas as partes confiem e guardem sua probidade contratual, sem fraudar ou abusar da confiança alheia. :

Os autores também pontuam como é difícil a delimitação do que está de acordo com a boa-fé e alertam sobre ao possível entrave à admissibilidade sobre a cláusula de *Pro-Sandbagging*, de acordo com o entendimento do julgador que vier a analisar o futuro litígio.

⁷⁹ NISHI, Camila Otani. A Cláusula de *Sandbagging* em contratos de M&A. São Paulo: Quartier Latin, 2023, p. 109.

⁸⁰ BRASIL. Lei n. 10.406 de 2002. Institui o Código Civil. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/L10406.htm>. Acesso em 7 de outubro de 2022.

⁸¹ BRASIL. Lei n. 8.245, de 18 de outubro de 1991. Dispõe sobre as locações dos imóveis urbanos e os procedimentos a ela pertinentes. Disponível em: <https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l8245.htm>. Acesso em 27 de junho de 2023.

⁸² NISHI, Camila Otani. A Cláusula de *Sandbagging* em contratos de M&A. São Paulo: Quartier Latin, 2023, p. 111.

⁸³ BOTREL, Henrique Barbosa Sérgio. Novos temas de Direito e Corporate Finance. São Paulo: Quartier Latin, 2019. KALANSKY, Daniel Kalansky e BIONDI, Rafael. *Sandbagging* Clauses nas Operações de Fusões e Aquisições (M&A), p. 150.

Ou seja, mesmo com a expressa consignação da vontade das partes no contrato, por meio da cláusula de *Pro-Sandbagging*, ainda sim pode haver certa insegurança jurídica para obtenção da indenização, por não ser unânime o entendimento de que a cláusula não viola o princípio da boa-fé.

Em contrapartida, o principal argumento levantado por aqueles que defendem a admissibilidade da cláusula de *Pro-Sandbagging* está pautado no fato de que é previsão negociada e pactuada por partes altamente qualificadas, dentro do exercício da liberdade contratual, contendo disposição sobre direitos disponíveis⁸⁴.

De acordo com Orlando Gomes, o princípio da autonomia da vontade é caracterizado na liberdade de contratar. A partir do princípio decorre o poder dos indivíduos de suscitar, por meio da declaração de vontade, efeitos reconhecidos e tutelados pela ordem jurídica. O autor ensina que o princípio se manifesta em três frentes: i) liberdade de contratar propriamente dita; ii) liberdade de estipular o contrato; iii) liberdade de determinar o conteúdo do contrato⁸⁵.

Segundo Francisco Amaral⁸⁶, a autonomia da vontade é a prerrogativa que os particulares possuem de regular as relações jurídicas das quais estão envolvidos.

O Código Civil prevê que a liberdade de contratar deve estar dentro dos limites da função social do contrato:

Art. 421. A liberdade contratual será exercida nos limites da função social do contrato.

Parágrafo único. Nas relações contratuais privadas, prevalecerão o princípio da intervenção mínima e a excepcionalidade da revisão contratual

Art. 422. Os contratantes são obrigados a guardar, assim na conclusão do contrato, como em sua execução, os princípios de probidade e boa-fé.⁸⁷

Para o autor Orlando Gomes, existem duas limitações de caráter geral para o princípio: a ordem pública e os bons costumes. Portanto, as partes podem auto-regular seus próprios interesses, desde que não ultrapassem esses dois limites⁸⁸.

A lei de ordem pública é aquela que corresponde aos interesses essenciais do Estado ou da coletividade, bem como a que determina, no Direito Privado, as bases

⁸⁴ TRINDADE, Marcelo. *Sandbagging* e as falsas declarações em alienações empresariais. In: CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de; AZEVEDO, Luis Andre; HENRIQUES, Marcus de Freitas (Org.). *Direito societário, mercado de capitais, arbitragem e outros temas: homenagem a Nelson Eizirik*. São Paulo: Quartier Latin, 2020, v. III, p. 97.

⁸⁵ GOMES, Orlando. *Contratos*. Rio de Janeiro: Forense, 26ª edição, 2009, p. 26.

⁸⁶ AMARAL, Francisco. *Direito Civil: Introdução*, 10ª edição. São Paulo: Saraiva, 2018, p. 131.

⁸⁷ BRASIL. Lei 10.406, de 10 de Janeiro de 2002. Institui o Código Civil. Disponível em <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406compilada.htm> Acesso em 25/10/2022.

⁸⁸ GOMES, Orlando. *Contratos*. Rio de Janeiro: Forense, 26ª edição, 2009, p. 27.

jurídicas fundamentais que regem a ordem econômica ou moral de determinada sociedade⁸⁹.

Conforme Antônio Junqueira de Azevedo⁹⁰, a limitação do princípio da liberdade de contratar serve para vedar que o instrumento vire algo que sirva somente aos interesses das partes, ignorando o contexto social em que está inserido.

De maneira semelhante, Judith Martins-Costa e Guilherme Carneiro Nitschke⁹¹ pontuam que, para o acolhimento do negócio jurídico perante o direito brasileiro, não basta que atenda aos interesses individuais dos contratantes, ele deve estar em harmonia com os valores resguardados pela sociedade, mostrando-se socialmente útil.

Para os autores⁹², a função social do contrato, elemento limitador da liberdade de contratar, é conceito aberto e pode ser definido de diversas formas. Para alguns, a função social do contrato significa observar a boa-fé objetiva, correspondendo a uma noção de equivalência econômica das prestações. Para outros, função social é equivalente à justiça, elemento que teria de ser analisado caso a caso. Além disso, a função social poderia ser interpretada como um instrumento para avaliar se há harmonização do negócio com os interesses sociais, havendo, portanto, um juízo de mérito. Ou seja, o contrato deve gerar equilíbrio social e a função social serviria para resguardar a conservação dos negócios.

Judith Martins-Costa⁹³ pontua que a boa-fé e a autonomia privada são frequentemente conflitantes, na medida em que o direito empresarial é pautado por ideais de liberdade e igualdade, ao mesmo passo que é intrínseco à atividade comercial a busca pelo lucro e a melhor forma de alocação de riscos. Por esse motivo, a aplicação do princípio da boa-fé, em equilíbrio com a autonomia privada,

⁸⁹ *Ibid.*

⁹⁰ AZEVEDO, Antônio Junqueira de. Princípios do Novo Direito Contratual e Desregulamentação do Mercado, Direito de Exclusividade nas Relações Contratuais de Fornecimento, Função Social do Contrato e Responsabilidade Aquiliana do Terceiro que Contribui para Inadimplemento Contratual, In Estudos e Pareceres de Direito Privado, São Paulo, Saraiva, 2004, p. 141.

⁹¹ MARTINS-COSTA, Judith; NITSCHKE, Guilherme Carneiro M. Direito Privado na Lei da Liberdade Econômica: Comentários. (Coleção IDiP).: Grupo Almedina (Portugal), 2022. E-book. ISBN 9786556276342, p. 501. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9786556276342/>. Acesso em: 15 jun. 2023.

⁹² *Ibid.*

⁹³ MARTINS-COSTA, Judith. A boa-fé no direito privado: critérios para sua aplicação. 2ª edição. São Paulo: Saraiva, 2018, p. 301 e 309.

deve se dar por meio da análise da prática das partes dentro do contexto negocial, constituindo um *standard* específico ao ramo empresarial.

De maneira semelhante, Rodrigo Salton⁹⁴ ressalta que as relações comerciais são marcadas pelo objetivo de obter lucro, de maneira que deve haver a máxima observância da autonomia privada e da liberdade contratual. Contudo, o autor faz a ressalva de que não devem ser aceitos comportamentos oportunistas e desleais, que desviam da prática do mercado, visto que tal fato violaria a boa-fé objetiva.

Rodrigo Salton⁹⁵ frisa que a oportunidade negocial não deve ser confundida com oportunismo contratual, motivo pelo qual a boa-fé objetiva é recurso necessário para manter a higidez e idoneidade do mercado.

No que se refere à pactuação de cláusula de *Pro-Sandbagging*, as partes estariam estabelecendo contratualmente que, caso o comprador tivesse conhecimento da inveracidade da declaração e garantia antes do fechamento do contrato, tal fato não afastaria seu direito de ser futuramente indenizado.

A priori, referida cláusula não parece violar a função social do contrato, uma vez que as duas partes altamente qualificadas estão optando por incluir esse detalhe no contrato. Não há qualquer tipo de atitude enganosa ou desleal por parte do comprador.

Muito pelo contrário, o desejo do comprador de pactuar uma cláusula de *Pro-Sandbagging* chama atenção ao vendedor à declaração que está prestando e a possibilidade do comprador possuir alguma informação a respeito dela. Trata-se de uma alocação de riscos regularmente aceita entre as partes.

Além disso, Camila Otani Nishi⁹⁶ pontua que os contratos empresariais têm como objetivo central a obtenção de lucro, de maneira que a função social do contrato se projeta internamente, traduzindo-se na expectativa de cumprimento do que foi pactuado entre as partes, bem como o cumprimento de deveres externos correspondentes a comportamento correspondente com o modo de operar do mercado. Ou seja, espera-se das partes a observância de *standard* de

⁹⁴ SALTON, Rodrigo. O Dever de Informar na Fase Pré-Contratual e as Operações de M&A. São Paulo: Quartier Latin, 2023, p. 80.

⁹⁵ *Ibid*, p. 81.

⁹⁶ SALTON, Rodrigo. O Dever de Informar na Fase Pré-Contratual e as Operações de M&A. São Paulo: Quartier Latin, 2023, p. 126,

comportamento jurídico que visa a redução dos custos da operação, facilitação da negociação e o estímulo das relações negociais⁹⁷.

Sobre a conformidade das cláusulas de *Sandbagging* com a função social do contrato, Giacomo Grezzana⁹⁸ afirma que a possibilidade do comprador cobrar pelas contingências que já tinha conhecimento no momento da conclusão do negócio não viola a função social do contrato, uma vez que muitas vezes a pactuação dessa previsão é crucial para a concretização do negócio. O autor frisa que sem a pactuação da cláusula de *Pro-Sandbagging*, o alienante poderia se recusar a vender a empresa por valor reduzido em virtude de eventual contingência e o adquirente poderia desistir do negócio caso não lhe fosse assegurado o direito de obter reparação futura em virtude da referida contingência. Logo, a pactuação da cláusula é crucial para que as partes possam concluir o negócio pelo preço acordado.

Marcelo Trindade⁹⁹ entende pela validade das cláusulas de *Sandbagging*: “ambas as cláusulas, pro e anti-sandbagging são, ao nosso ver, válidas de maneira geral, à luz do direito brasileiro, lidando apenas com direitos disponíveis.”

De maneira semelhante, defende a autora Camila Otani Nishi¹⁰⁰ quando afirma que a pactuação de cláusulas de *Sandbagging* configura exercício da autonomia privada das partes e não viola o princípio da boa-fé, uma vez que as partes possuem expectativa legítima sobre a futura conduta da contraparte ao pactuar uma cláusula nesse sentido.

Ou seja, ao firmar uma cláusula de *Pro-Sandbagging*, cria-se legítima expectativa entre ambas as partes de que violações das declarações e garantias, independente do conhecimento prévio do comprador sobre sua inveracidade, gerará ao comprador o direito de ser indenizado por danos dela decorrentes¹⁰¹.

⁹⁷ VIANA, Raphael Fraemam Braga. A função social dos contratos existenciais, de lucro e híbridos. EHRHARDT JÚNIOR, Marcos; LÔBO, Fabíola Albuquerque (org.). A função social nas relações privadas. Belo Horizonte: Fórum. In: NISHI, Camila Otani. A Cláusula de *Sandbagging* em contratos de M&A. São Paulo: Quartier Latin, 2023, p. 128-129.

⁹⁸ GREZZANA, Giacomo. Cláusula de irrelevância da ciência prévia do adquirente sobre a contingência da sociedade-alvo e alienação de participação societária (cláusula de irrelevância de ciência prévia - “sandbagging provisions”). Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários, São Paulo: Almedina, v. 11, 2020, p. 114.

⁹⁹ TRINDADE, Marcelo. *Sandbagging* e as falsas declarações em alienações empresariais. In: CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de; AZEVEDO, Luis Andre; HENRIQUES, Marcus de Freitas (Org.). Direito societário, mercado de capitais, arbitragem e outros temas: homenagem a Nelson Eizirik. São Paulo: Quartier Latin, 2020, v. III, p. 118.

¹⁰⁰ *Ibid.*

¹⁰¹ TRINDADE, Marcelo. *Sandbagging* e as falsas declarações em alienações empresariais. In: CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de; AZEVEDO, Luis Andre; HENRIQUES, Marcus de Freitas (Org.). Direito societário, mercado de capitais, arbitragem e outros temas: homenagem a Nelson Eizirik. São Paulo: Quartier Latin, 2020, v. III, p. 118.

Inclusive, Giacomo Grezzana¹⁰² pontua que a própria inclusão de uma cláusula de *Pro-Sandbagging* deixa claro que a intenção do comprador é se resguardar de eventuais contingências envolvendo a declaração em garantia. Ou seja, a pactuação da cláusula indica que o comprador não celebrou a operação confiando cegamente nas declarações prestadas.

Rodrigo Salton¹⁰³ entende que não há nenhum tipo de ilicitude na pactuação de cláusulas de *Pro-Sandbagging*, uma vez que as partes podem exercer sua autonomia privada e alocar os riscos do negócio por meio da cláusula.

Giacomo Grezzana¹⁰⁴ também defende a admissibilidade de cláusulas de *Pro-Sandbagging* pois faz uma analogia com o instituto da evicção (que será aprofundado no Capítulo 5.2.4), em que há a previsão do artigo 448 do Código Civil¹⁰⁵, que dispõe sobre a possibilidade das partes, por cláusula expressa, reforçar, diminuir ou excluir a responsabilidade pela evicção.

Além disso, afirma que a pactuação das cláusulas de *Pro-Sandbagging* é plenamente possível e está de acordo com o princípio da liberdade contratual, uma vez que retratam a função econômica desejada entre as partes e frequentemente vista nas operações de fusões e aquisições¹⁰⁶.

Ressalta, ainda, que, de acordo com o art. 421-A, inc. II do Código Civil¹⁰⁷, a alocação de riscos estabelecida pelas partes deve ser respeitada ao máximo¹⁰⁸.

¹⁰² GREZZANA, Giacomo. Cláusula de irrelevância da ciência prévia do adquirente sobre a contingência da sociedade-alvo e alienação de participação societária (cláusula de irrelevância de ciência prévia - "sandbagging provisions"). Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários, São Paulo: Almedina, v. 11, 2020, p. 122.

¹⁰³ SALTON, Rodrigo. O Dever de Informar na Fase Pré-Contratual e as Operações de M&A. São Paulo: Quartier Latin, 2023, p. 288-289.

¹⁰⁴ GREZZANA, Giacomo. Cláusula de irrelevância da ciência prévia do adquirente sobre a contingência da sociedade-alvo e alienação de participação societária (cláusula de irrelevância de ciência prévia - "sandbagging provisions"). Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários, São Paulo: Almedina, v. 11, 2020, p. 114-115.

¹⁰⁵ BRASIL. Lei 10.406, de 10 de Janeiro de 2002. Institui o Código Civil. Disponível em <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/l10406compilada.htm> Acesso em 15/06/2023.

¹⁰⁶ GREZZANA, Giacomo. Cláusula de irrelevância da ciência prévia do adquirente sobre a contingência da sociedade-alvo e alienação de participação societária (cláusula de irrelevância de ciência prévia - "sandbagging provisions"). Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários, São Paulo: Almedina, v. 11, 2020, p. 115.

¹⁰⁷ "Art. 421-A, II - a alocação de riscos definida pelas partes deve ser respeitada e observada." BRASIL. Lei 10.406, de 10 de Janeiro de 2002. Institui o Código Civil. Disponível em <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/l10406compilada.htm> Acesso em 15/06/2023.

¹⁰⁸ GREZZANA, Giacomo. Cláusula de irrelevância da ciência prévia do adquirente sobre a contingência da sociedade-alvo e alienação de participação societária (cláusula de irrelevância de ciência prévia - "sandbagging provisions"). Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários, São Paulo: Almedina, v. 11, 2020, p. 115.

Ademais, há de se recordar o princípio da intervenção mínima, previsto no parágrafo único do artigo 421 do Código Civil¹⁰⁹ e no art. 2º, III da Lei de Liberdade Econômica¹¹⁰:

Art. 421. A liberdade contratual será exercida nos limites da função social do contrato.

Parágrafo único. Nas relações contratuais privadas, prevalecerão o princípio da intervenção mínima e a excepcionalidade da revisão contratual

Art. 2º São princípios que norteiam o disposto nesta Lei:

I - a liberdade como uma garantia no exercício de atividades econômicas; [...]

III - a intervenção subsidiária e excepcional do Estado sobre o exercício de atividades econômicas

A inclusão de cláusula de *Pro-Sandbagging* decorre da livre manifestação de vontade de partes altamente qualificadas e paritárias, no exercício da sua autonomia da vontade, de maneira que deve incidir sobre a pactuação o princípio da intervenção mínima e a excepcionalidade da revisão contratual, a fim de preservar o contexto negocial sob o qual a operação se concretizou.

Como visto, a pactuação de cláusula de *Pro-Sandbagging* ocorre mediante extensa negociação, fruto da alocação de riscos entre as partes, que frequentemente influencia no preço da aquisição¹¹¹. Nesse contexto, cumpre ressaltar que a Lei de Liberdade Econômica reforçou a necessidade de respeitar e preservar a alocação de riscos pactuada entre as partes¹¹².

Conforme pontua Camila Otani Nishi¹¹³, a pactuação de cláusula de *Pro-Sandbagging* cria uma legítima expectativa entre as partes de que possível violação da cláusula de declaração e garantia, independente do conhecimento do adquirente, gerará o direito do comprador ser indenizado. Por esse motivo, a autora

¹⁰⁹ BRASIL. Lei 10.406, de 10 de Janeiro de 2002. Institui o Código Civil. Disponível em <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/l10406compilada.htm> Acesso em 15/06/2023.

¹¹⁰ BRASIL. Lei nº 13.874, de 20 de setembro de 2019. Institui a Declaração de Direitos de Liberdade Econômica; estabelece garantias de livre mercado. Disponível em <https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2019/lei/L13874.htm>. Acesso em 15 de junho de 2023.

¹¹¹NISHI, Camila Otani. A Cláusula de *Sandbagging* em contratos de M&A. São Paulo: Quartier Latin, 2023, p. 116-117.

¹¹² “Art. 421-A. Os contratos civis e empresariais presumem-se paritários e simétricos até a presença de elementos concretos que justifiquem o afastamento dessa presunção, ressalvados os regimes jurídicos previstos em leis especiais, garantido também que: (Incluído pela Lei nº 13.874, de 2019) II - a alocação de riscos definida pelas partes deve ser respeitada e observada; e (Incluído pela Lei nº 13.874, de 2019)”. BRASIL. Lei n. 10.406 de 2002. Institui o Código Civil. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/L10406.htm>. Acesso em 7 de outubro de 2022.

¹¹³ NISHI, Camila Otani. A Cláusula de *Sandbagging* em contratos de M&A. São Paulo: Quartier Latin, 2023, p. 118

ressalta que o custo do direito de *Sandbagging* foi calculado na determinação do preço da aquisição.

Giacomo Grezzana¹¹⁴ afirma que, ao pactuar a cláusula de *Pro-Sandbagging*, é dada a oportunidade ao vendedor de reavaliar o valor da participação societária, uma vez que saberá de antemão que poderá ser responsabilizado pelas contingências já declaradas.

Ademais, conforme pontua Camila Otani Nishi¹¹⁵, não há de se falar em abuso de direito na pactuação da cláusula de *Pro-Sandbagging*, uma vez que não fere os princípios constantes no art. 187 do Código Civil, a boa-fé, a finalidade econômica e social do direito e os bons costumes.

Logo, além de não haver violação à função social do contrato, afastar uma cláusula de *Pro-Sandbagging*, devidamente pactuada entre as partes conforme sua liberdade contratual, desvirtuaria o contexto negocial no qual a cláusula foi pactuada, o que iria de encontro à intervenção mínima e excepcional dos contratos.

4.2 A PRÁTICA DE *SANDBAGGING* EM CONTRATO DE FUSÃO E AQUISIÇÃO SILENTE SOBRE O ASSUNTO

Caso as partes não tenham pactuado cláusula de *Sandbagging*, há de se analisar de que forma o direito admitiria a prática de *Sandbagging* por parte do comprador.

Ou seja, no decorrer de uma negociação de fusão e aquisição, caso a parte compradora fique sabendo que declaração prestada pela vendedora é falsa e conclua o negócio sem informar à vendedora que sabe que a declaração é inverídica, a compradora teria direito de pleitear indenização com base no descumprimento da declaração e garantia?

Teria a parte o direito de mentir - ou omitir - questão descoberta ao longo das negociações?

¹¹⁴ GREZZANA, Giacomo. Cláusula de irrelevância da ciência prévia do adquirente sobre a contingência da sociedade-alvo e alienação de participação societária (cláusula de irrelevância de ciência prévia - "sandbagging provisions"). Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários, São Paulo: Almedina, v. 11, 2020, p. 122-123.

¹¹⁵ NISHI, Camila Otani. A Cláusula de *Sandbagging* em contratos de M&A. São Paulo: Quartier Latin, 2023, p. 67-68.

Inexiste resposta pronta para resolver esses problemas, pois a solução jurídica dependerá de cada caso concreto, devendo levar-se em consideração a extensão do conhecimento do comprador sobre a inveracidade da declaração, o momento e a forma que soube da falsidade, o conhecimento do vendedor sobre a (in)veracidade da declaração, dentre outras questões que devem ser levantadas a fim de apurar eventual violação ao princípio da boa-fé e do dever de informar por parte do comprador.

Apurar a extensão do conhecimento por parte do comprador e do vendedor envolve alto grau de subjetividade, uma vez que o conhecimento pode ser desde um boato, até algo escrito na nota de rodapé de um documento, ou um fato concreto levantado por meio da *due diligence*.

Analisar o grau de conhecimento da parte é crucial para delimitar o dever de informar. Por exemplo, até que ponto a compradora teria o dever de informar à vendedora sobre um boato que recebeu sobre a inveracidade da declaração e garantia?

Para Rodrigo Salton¹¹⁶, a essencialidade da informação deve ser apurada mediante a análise de fatores concretos do caso em questão.

Sobre a dificuldade de delimitar a boa-fé e o dever de informar, Judith Martins-Costa¹¹⁷ ensina que a expressão boa-fé é vaga e aberta, de difícil concretização, de maneira que é necessário apurar o contexto do caso em análise para delimitar a aplicação do princípio. Portanto, deve-se analisar o princípio da boa-fé, e o conseqüente dever de informar, de acordo com as circunstâncias de cada caso.

Logo, a resposta sobre o dever de informar é complexa e casuística. É fácil apontar o que escancaradamente está fora do dever de informar, e também não requer esforço apontar o que está nitidamente dentro do dever de informar. Por exemplo, o vendedor obviamente não teria que informar que mês passado um eletricitista trocou todas lâmpadas de uma sala da empresa, tal fato está escancaradamente fora do dever de informar. Da mesma forma, é evidente que o vendedor deve informar o comprador sobre eventuais dívidas tributárias da empresa que está sendo vendida.

¹¹⁶ SALTON, Rodrigo. O Dever de Informar na Fase Pré-Contratual e as Operações de M&A. São Paulo: Quartier Latin, 2023, p. 140.

¹¹⁷ MARTINS-COSTA, Judith. A Boa-fé no Direito Privado. São Paulo, Ed. Revista dos Tribunais, 2015, p.40-41.

É fácil observar o dever de informar e a desnecessidade de informar nos exemplos citados pois estão nos polos do dever de informar.

Contudo, é o meio termo que gera debate, a área cinzenta. Deve o vendedor informar o comprador que já ocorreu uma investigação sobre suposta prática de corrupção na empresa que está sendo vendida?

Mesmo se essa investigação ocorreu há anos atrás e não foi dado seguimento pois não foram encontrados indícios que comprovassem a prática de corrupção?

O vendedor teria o dever de informar algo que teria potencialidade mínima de surtir efeitos práticos?

Será que o comprador não teria o dever de analisar com cuidado o que está sendo comprado?

Destaca-se que no contexto das fusões e aquisições os atos negociais são altamente planejados e estudados. Ambas as partes amparadas por equipe jurídica de rigor. Espera-se que o comprador realize uma *due diligence* de qualidade e que não confie cegamente nas informações prestadas pelo vendedor¹¹⁸.

Nesse contexto, se o comprador descobre que o vendedor de uma empresa de milhões de reais está prestando declaração falsa, ele tem o dever de informar para o vendedor que está mentindo? Bom, se o comprador informasse que tem conhecimento da mentira, ou seja, do descumprimento da cláusula de declaração e garantia, tal fato poderia fazer com que o vendedor desistisse da operação, pois a ciência do comprador acerca da inverdade da declaração poderia comprometer significativamente o preço de venda.

É o que alerta Shadden¹¹⁹, quando afirma que o comprador, ao revelar informação que potencialmente demonstra a inveracidade das declarações e garantias prestadas, o comprador arrisca que o vendedor escolha não continuar com a negociação, fechando a porta para o comprador.

Pontua que o vendedor pode buscar outras alternativas, principalmente se o comprador pleitear a redução do valor ou direito à indenização específica. Nesse contexto, o vendedor pode assumir o risco e procurar outro comprador que não faça

¹¹⁸ SALTON, Rodrigo. O Dever de Informar na Fase Pré-Contratual e as Operações de M&A. São Paulo: Quartier Latin, 2023, p. 167

¹¹⁹ SHADDEN, Stacey A. How to *Sandbag* your opponent in the unsuspecting world of high stakes acquisitions. p. 469.

questão de pactuar uma cláusula de *Pro-Sandbagging* acerca dessa informação obtida¹²⁰.

Conforme ressalta Shadden¹²¹, caso o comprador informe ao vendedor sobre a inveracidade da declaração prestada, o vendedor pode optar por procurar outro comprador que não dê tanta importância à informação em questão.

Além de procurar outro comprador que não se importe tanto com a violação da cláusula de declaração prestada, é ainda mais possível que o vendedor inicie nova negociação sem informar à outra parte sobre a informação obtida pelo antigo comprador e tentar a sorte do novo comprador não descobri-lo.

Será que o comprador teria o dever de informar? Mesmo se esse dever de informar lhe cause prejuízo? Mesmo se o vendedor descumpriu seu dever de prestar declaração verdadeira?

Isso não seria um desestímulo ao dever do comprador de se informar? Pois sairia prejudicado das relações negociais aquele que realizasse minuciosa *due diligence*, já que toda informação que ele encontrasse estaria lastreada na obrigação de trazê-la ao ambiente negocial e possivelmente atrapalhar a negociação.

Na análise da admissibilidade da prática de *Sandbagging*, busca-se apurar se a conduta do comprador viola o princípio da boa-fé. Contudo, é importante que essa análise também leve em consideração o comportamento do vendedor, que não agiu de boa-fé ao prestar declaração falsa, ou, se não sabia que a declaração era inverídica, não cumpriu com seu dever de se informar.

Aliado a isso, não é somente o princípio da boa-fé que rege as relações negociais. A boa-fé, e o conseqüente dever de informar, caminha de mãos dadas com a liberdade contratual¹²².

Não à toa o nome da Lei 13.874/19¹²³ é chamada de Declaração de Direitos de Liberdade Econômica. E sem esquecer do seu art. 2º, I: “Art 2º - São princípios

¹²⁰ *Ibid.*

¹²¹ *Ibid.*

¹²² MARTINS-COSTA, Judith; NITSCHKE, Guilherme Carneiro M. Direito Privado na Lei da Liberdade Econômica: Comentários. (Coleção IDiP). Grupo Almedina (Portugal), 2022. *E-book*. ISBN 9786556276342, p. 501. Disponível em:

<https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9786556276342/>. Acesso em: 15 jun. 2023.

¹²³ BRASIL. Lei nº 13.874. Institui a Declaração de Direitos de Liberdade Econômica, estabelece garantias de livre mercado. Disponível em <https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2019/lei/L13874.htm>. Acesso em 15 de junho de 2023.

que norteiam o disposto nesta Lei: I - a liberdade como uma garantia no exercício da atividades econômicas”

E, dentro desses limites razoáveis, vigora a liberdade econômica de partes sofisticadas que livremente optaram por ingressar em um mundo bruto que é o livre mercado.

Em termos simples, os que participam de relação negocial, especificamente de Fusões e Aquisições, não são partes despreparadas, não são partes que necessitam de especial amparo social ou de benefícios para se equiparar tecnicamente ao seu adversário, tal como ocorre com o direito do consumidor.

Tendo isso em mente, o debate sobre os limites do dever de informar e da liberdade contratual se expande. As linhas se tornam ainda mais tênues.

Por conta das múltiplas possibilidades de pactuação, a admissibilidade da prática de *Sandbagging* no ordenamento jurídico brasileiro é casuística. Isso porque a discussão sobre a validade da prática depende intrinsecamente da situação concreta em que ela foi negociada.

O principal óbice para a validade da prática de *Sandbagging* no direito brasileiro é o potencial desrespeito à boa-fé.

O entendimento do autor Rodrigo Salton¹²⁴ é de que a prática de *Sandbagging* viola o princípio da boa-fé, visto que no direito brasileiro não há tutela a comportamentos oportunistas. Argumenta que, de acordo com o princípio da boa-fé, não seria admissível permitir que um contratante aja com se estivesse em um jogo de *poker*, escondendo informações da contraparte ou apenas as utilizando no momento oportuno.

Contudo, há de se analisar peculiaridades na prática de *Sandbagging* que influenciam o estudo da sua admissibilidade no direito brasileiro.

As questão a ser respondida é: pode um comprador pactuar cláusula de declaração e garantia mesmo sabendo que a informação prestada não é verdadeira e posteriormente pleitear indenização a partir de seu descumprimento?

Quatro questões são fundamentais para analisar a boa-fé em cada caso: (i) em que momento o comprador obteve a informação?; (ii) qual a extensão do conhecimento da informação e qual o grau de relevância da informação?; (iii) como

¹²⁴ SALTON, Rodrigo. O Dever de Informar na Fase Pré-Contratual e as Operações de M&A. São Paulo: Quartier Latin, 2023, p. 288.

o comprador obteve a informação? e; (iv) o vendedor tinha conhecimento de que a declaração prestada era falsa?

Para solucionar tais questões, será analisado a seguir o princípio da boa-fé, o dever de informar e os principais empecilhos para a admissibilidade da prática de *Sandbagging* no ordenamento jurídico brasileiro. Na sequência, será estudada a possibilidade de aplicação de determinados institutos jurídicos para analisar a prática de *Sandbagging*, quais sejam, o dolo omissivo, a simulação, o vício redibitório e a evicção.

4.2.1 Boa-fé nas relações negociais e a prática de *Sandbagging*

A importância da boa-fé estava presente desde os tempos do direito romano clássico, em que os operadores do direito valorizavam fortemente o comportamento ético e *probo* das partes, utilizando o princípio como elemento norteador, para além da letra crua da lei. A partir da utilização do princípio da boa-fé, permitiu-se a ampliação da interpretação da legislação, por meio da aplicação dos princípios gerais de lealdade que regiam as relações jurídicas¹²⁵.

O ordenamento jurídico brasileiro possui previsão expressa de aplicação do princípio da boa-fé nas relações negociais, na medida em que o Código Civil prevê que¹²⁶:

Art. 421. A liberdade contratual será exercida nos limites da função social do contrato.

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

Ademais a 1º Jornada de Direito Comercial do Conselho da Justiça Federal estabeleceu que as relações empresariais e negociais são regidas pelo princípio da boa-fé objetiva: “*Aplicam-se aos negócios jurídicos entre empresários a função social do contrato e a boa-fé objetiva (arts. 421 e 422 do Código Civil), em conformidade com as especificidades dos contratos empresariais*”.¹²⁷

¹²⁵ COUTO E SILVA, Clovis V. A obrigação como processo. São Paulo: FGV, 2017. 11 Ed, p. 33.

¹²⁶ BRASIL. Lei n. 10.406 de 2002. Institui o Código Civil. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/L10406.htm>. Acesso em 7 de outubro de 2022.

¹²⁷ CONSELHO DA JUSTIÇA FEDERAL. I Jornada de Direito Comercial. 2013. Disponível em: <<http://www.cjf.jus.br/cjf/corregedoria-da-justica-federal/centro-de-estudos-judiciarios-1/publicacoes-1/jornadas-de-direito-comercial/livreto-i-jornada-de-direito-comercial.pdf>>. Acesso em 7 de outubro de 2022.

O princípio da boa-fé é subdividido em boa-fé subjetiva e boa-fé objetiva. Segundo Judith Martins-Costa¹²⁸, boa-fé subjetiva é quando pode haver uma possibilidade de ocorrer um entendimento equivocado, um mal entendimento, falsa crença ou desconhecimento escusável que um indivíduo pode praticar contra outro, de modo que não o prejudica.

Boa-fé objetiva, segundo a mesma autora, é a essência de comportamentos legais, probos e corretos, ainda que não seja possível fazer uma delimitação exata do que são esses comportamentos¹²⁹.

A boa-fé objetiva é um *standard* jurídico de comportamento. Não se pode alegar ignorância em relação à boa-fé objetiva. Em decorrência desse princípio, incumbe ao indivíduo deveres e direitos colaterais que devem ser cumpridos, tal como dever de cuidado, previdência e segurança, de aviso e esclarecimento, informação, colaboração e cooperação, dentre outros¹³⁰.

No contexto empresarial, Paula Forgioni¹³¹ ensina que a observância à boa-fé objetiva é crucial para a criação de um ambiente propício para o desenvolvimento comercial. Ao mesmo passo, há um parâmetro específico de comportamento que as partes devem observar, a fim de que sua conduta esteja de acordo com o economicamente esperado e juridicamente aceito no cenário negocial em que está inserido.

Em suma, agir de boa-fé é agir de forma honesta, realizando tudo aquilo que é pertinente em uma relação obrigacional.

Existem 3 funções que decorrem do princípio da boa-fé objetiva¹³²:

- (i) fonte geradora de deveres jurídicos;
- (ii) parâmetro de atuação das posições jurídicas; e
- (iii) modelo hermenêutico dos negócios jurídicos obrigacionais.

Assim, as cláusulas de declaração e garantia, no direito brasileiro, devem estar de acordo com o princípio norteador da boa-fé objetiva¹³³. Inclusive, um dos efeitos das cláusulas de declaração e garantia é justamente especificar sob quais

¹²⁸ MARTINS-COSTA, Judith. *Boa Fé no Direito Privado*. 1 ed. São Paulo: Marcial Pons, 2015, p 31.

¹²⁹ *Ibid.*

¹³⁰ *Ibid*, p. 42.

¹³¹ FORGIONI, Paula A. *Contratos Empresariais: teoria e aplicação*. 2º ed. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2016, p. 121 e 124.

¹³² MARTINS-COSTA, Judith. *Boa Fé no Direito Privado*. 1 ed. São Paulo: Marcial Pons, 2015. p. 42.

¹³³ PONTES, Evandro Fernandes de. *Representations & Warranties no Direito Brasileiro*. 1º edição. São Paulo: Almedina, 2014, p. 73.

parâmetros de confiança e probidade as partes estão pactuando o negócio¹³⁴. Ou seja, espera-se do vendedor que seja honesto na pactuação da declaração e garantia, deve informar com precisão a extensão do seu conhecimento acerca do que está pactuando.

Ao mesmo passo, espera-se do comprador que realize *due diligence* a partir das informações prestadas.

A questão controvertida acerca do assunto de *Sandbagging* é, caso o comprador descubra eventual inveracidade na declaração prestada pelo vendedor (seja por meio da *due diligence* ou por meios alternativos), se a parte teria o dever de informar a parte vendedora. E se, caso omita tal informação, teria o direito de pleitear indenização com base na cláusula de declaração e garantia após o fechamento da operação.

O que se discute aqui é se a conduta dos envolvidos está ou não de acordo com a boa-fé, assunto que será explorado a seguir.

4.2.1.1 Dever de informar

É da primeira função (fonte geradora de deveres jurídicos) que decorre o dever de informar, visto que, quando se pactua a declaração e garantia, espera-se da parte que seja verdadeira no que declara e que declare com precisão a extensão do que sabe.

A observância do dever de informar pelas partes é crucial em uma operação de fusão e aquisição, uma vez que a divulgação de determinadas informações pode ser crucial para a negociação e a precificação da operação. Segundo Judith Martins-Costa¹³⁵ o dever de informar pode ser dividido em duas facetas, ao que presta a declaração há o dever de se informar, para que cumpra com sua obrigação de prestar declaração verdadeira e, por sua vez, ao beneficiário da informação prestada há o ônus da auto informação, correspondente ao dever de ser diligente em relação aos seus próprios interesses, dever que a todos incumbe.

Importante frisar que operações de fusões e aquisições envolvem partes altamente especializadas, de maneira que há maior grau de importância ao dever de

¹³⁴ BEVILÁQUIA, Clovis. Código Civil dos Estados Unidos do Brasil Comentado. 6 ed. Rio de Janeiro: Francisco Aves, 1940, p. 388.

¹³⁵ MARTINS-COSTA, Judith. Boa Fé no Direito Privado. 1 ed. São Paulo: Marcial Pons, 2015, p. 540;

informar de ambas as partes. Ou seja, por se tratar de operação que envolve *players* do mercado, espera-se que as partes negociem mediante preparo jurídico e mercadológico.

Ao que presta a declaração, geralmente o vendedor¹³⁶, recai o dever de buscar, até o limite de suas habilidades, prestar informação completa e verdadeira, a fim de realizar negócio íntegro, transparente e claro.

Já quem recebe a informação, geralmente o comprador, incumbe o dever de se informar acerca da veracidade da informação. Ou seja, não se espera que o comprador confie cegamente na declaração prestada, mas sim que a parte busque averiguar se a informação prestada corresponde à realidade¹³⁷.

Catarina Monteiro Pires¹³⁸ ensina que o dever de informar tem como objetivo possibilitar uma formação da vontade livre e esclarecida. Nesse sentido, somente o contexto do contrato e a análise dos diversos interesses envolvidos poderão delimitar o dever de informar.

Portanto, para delimitar o dever de informar, deve-se analisar o caso concreto e quais eram os específicos interesses no contexto de negociação.

Acerca do dever de informar da parte vendedora, António Menezes Cordeiro¹³⁹ afirma que o vendedor deve prestar ao adquirente todas as explicações necessárias para um aproveitamento correto e seguro da coisa que está sendo negociada. Ou seja, ao vendedor há maior grau de relevância em observar o dever de informar, visto que as informações prestadas são balizas para a negociação.

José Engrácia Antunes¹⁴⁰ pontua que, em uma venda de empresa, o alienante possui desde a fase pré-contratual a obrigação de informação, no sentido de que se encontra genericamente obrigado a informar o comprador, de maneira verdadeira e completa, sobre o estado jurídico, patrimonial e financeiro geral da empresa que está sendo alienada. Essa informação é crucial para que o comprador possa manifestar sua vontade de forma correta e livre sobre o objeto e a causa do negócio.

¹³⁶ Em um processo de aquisição.

¹³⁷ SALTON, Rodrigo. O Dever de Informar na Fase Pré-Contratual e as Operações de M&A. São Paulo: Quartier Latin, 2023, p. 167

¹³⁸ PIRES, Catarina Monteiro. Aquisições de Empresas e de Participações Acionistas - problemas e litígios. Coimbra: Almedina, 2018, p. 25.

¹³⁹ CORDEIRO, António Menezes. Tratado de Direito Civil, XI, Contratos em especial, 1º parte. Almedina, Coimbra, 2018, p. 164.

¹⁴⁰ ANTUNES, José Engrácia. A empresa como objeto de negócios, p. 764. Disponível em <<https://portal.oa.pt/upl/%7B93b87892-4d63-4648-9016-fdcc362c9e3f%7D.pdf>> Acesso em 31/10/2022.

É comum que as partes busquem fazer uma *due diligence*, a fim de obter o máximo de informações possíveis sobre a empresa alvo da operação.

Sobre o dever de se auto informar, a professora Judith Martins-Costa¹⁴¹ frisa que a informação pode não ser devida pelo alienante, seja porque é irrelevante, ou porque é facilmente acessível pelo comprador diligente com seus próprios interesses. A autora pontua que o comprador não pode adotar uma posição de inércia, devendo buscar se informar da melhor forma possível, em especial se possui dever legal ou contratual de auto informação.

Sendo assim, nas cláusulas de declaração e garantia existe um dever bilateral das partes de se informarem acerca das informações que estão sendo prestadas. Em síntese, aquele que prestou a declaração tem o dever de se informar para prestar a informação correta e o beneficiário da cláusula de declaração e garantia tem o ônus de auto informação, ou dever de conhecimento, para resguardar seus próprios interesses negociais.

Cumprido ressaltar que em um processo de compra e venda, recai sobre o vendedor maior ônus de prestar declaração verdadeira¹⁴², uma vez que as consequências da falsidade da declaração, concretizado o negócio, recairá somente sobre o comprador.

Já em um processo de fusão, esse ônus se equilibra, uma vez que ambas as partes sofrerão as consequências de eventual inverdade da declaração¹⁴³.

Segundo Giacomo Grezzana¹⁴⁴, as cláusulas de declaração e garantia possuem funções informativa e probatória, de maneira que podem formalizar a informação passada ao credor da informação na fase pré-contratual. Dessa forma, as declarações e garantias podem veicular a informação e constituir prova de que determinada informação incorreta foi repassada na fase de negociações, incidindo o regime de responsabilidade pré-contratual.

Ou seja, sem a cláusula de declaração e garantia, as partes realizariam a negociação, valorando a operação e levando em consideração questões que não

¹⁴¹ MARTINS-COSTA, Judith. Os Regimes do Dolo Civil no Direito Brasileiro: Dolo antecedente, vício informativo por omissão e por comissão, dolo acidental e dever de indenizar. Revista dos Tribunais. vol. 923/2012, Set 2012, p. 115-143.

¹⁴² PONTES, Evandro Fernandes de. Representations & Warranties no Direito Brasileiro. 1º edição. São Paulo: Almedina, 2014, p. 73.

¹⁴³ PONTES, Evandro Fernandes de. Representations & Warranties no Direito Brasileiro. 1º edição. São Paulo: Almedina, 2014, p. 73.

¹⁴⁴ GREZZANA, Giacomo. A Cláusula de Declarações e Garantias em Alienação de Participação Societária. São Paulo: Quartier Latin, 2019.

estariam formalizadas no contrato. O motivo pelo qual as escolhas do negócio foram feitas não estariam registradas, o que geraria, em certo grau, insegurança jurídica aos contratantes.

A declaração e garantia tem o propósito de justamente minimizar o grau de incerteza da operação. Por meio dela, as partes expressam, de modo específico, as condições pelas quais aceitaram fechar negócio pelo preço pactuado. E, além disso, estão resguardadas na hipótese da declaração prestada não ser verdadeira.

Sobre a responsabilização civil decorrente do descumprimento do dever de informar em uma cláusula de declaração e garantia,

Kalansky e Sanchez¹⁴⁵ pontuam que o dever de indenizar é estruturado com base nas declarações e garantias prestadas. Logo, caso alguma declaração prestada seja inverídica ou incompleta, tal fato pode ensejar reparação ao adquirente.

Ressaltam que a responsabilidade civil da parte que violar as declarações e garantias prestadas no contrato decorre da responsabilidade civil contratual, em que o inadimplemento de uma obrigação por uma das partes gera o dever de reparação do dano sofrido pela contraparte¹⁴⁶. Nesse caso, o dano constitui a garantia do comprador de que as declarações e garantias prestadas pelo vendedor estão corretas e sua quantificação se dá a partir da diminuição observada em seu patrimônio, correspondente à consequência resultante da falsidade da declaração¹⁴⁷.

No caso da prática de *Sandbagging*, a discussão envolve o dever de informar do comprador ao vendedor sobre informação adquirida que indicaria a falsidade da declaração prestada. Seria, portanto, um dever de informar sobre informação que está dentro do campo do vendedor prestar.

Sobre o assunto, Giovana Benetti¹⁴⁸ afirma que, a princípio, inexistente o dever de uma parte dar informações sobre a prestação da outra, mas alerta que existem diversas variáveis que podem mudar o dever de informar das partes.

¹⁴⁵ BOTREL, Henrique Barbosa Sérgio. Novos temas de Direito e Corporate Finance. São Paulo: Quartier Latin, 2019. KALANSKY, Daniel Kalansky e BIONDI, Rafael. Sandbagging Clauses nas Operações de Fusões e Aquisições (M&A), p.149.

¹⁴⁶ *Ibid.*

¹⁴⁷ BOTREL, Henrique Barbosa Sérgio. Novos temas de Direito e Corporate Finance. São Paulo: Quartier Latin, 2019. KALANSKY, Daniel Kalansky e BIONDI, Rafael. Sandbagging Clauses nas Operações de Fusões e Aquisições (M&A), p.149

¹⁴⁸ BENETTI, Giovana Valentiniano. Dolo por omissão no direito civil brasileiro: fundamentos, requisitos e efeitos. 2018, p. 247.

De outro lado, também há de se analisar o cumprimento do dever de informar por parte do vendedor, que prestou declaração inverídica. Cumpre verificar, no caso concreto, se o vendedor pactuou declaração falsa pois realmente desconhecia de sua inveracidade, ou se tinha conhecimento de que o pactuado não era verdadeiro.

Além disso, se o vendedor alegar que não sabia que a declaração era falsa, deve ser analisado se a informação estava dentro do seu escopo de se auto informar ou se de fato não era possível que obtivesse determinada informação.

Ressalta-se que o vendedor possui maior acesso às informações da empresa que está sendo negociada, uma vez de detém seu controle¹⁴⁹. Logo, há uma assimetria informacional que deve ser levada em consideração quando da análise do dever de informar das partes.

Portanto, no que se refere à prática de *Sandbagging*, a análise do dever de informar do comprador sobre descoberta que indica a inveracidade da declaração e garantia prestada deve levar em consideração o dever de informar do vendedor, que, em tese, possui maior acesso a questões relativas à empresa negociada.

Conforme pontua o jurista alemão Holger Fleischer¹⁵⁰, inexistente um dever de informar ilimitado, no qual a parte é obrigada a compartilhar informações sem qualquer contrapartida ou benefício. Obrigar o comprador a informar ao vendedor toda e qualquer informação obtida, impondo um dever de informar irrestrito, seria incongruente com a autonomia privada, uma vez que há paridade entre as partes e o ônus de se informar.

Portanto, conforme pontua a autora Camila Otani Nishi¹⁵¹, o ônus de informar não deve ser considerado absoluto, devendo ser analisado em conjunto com os deveres de auto informação da contraparte.

O dever de informar e a higidez das declarações e garantias prestadas são determinantes para as negociações de Fusões e Aquisições. Por esse motivo, é de suma importância que ambas as partes cumpram seu dever de informar e de se auto informar para que a cláusula de declaração e garantia consigne a vontade das partes de forma mais precisa possível.

¹⁴⁹ *Ibid*, p. 315.

¹⁵⁰ FLEISCHER, Holger. Informationsasymmetrie im Vertragsrecht, p. 297. In: NISHI, Camila Otani. A Cláusula de *Sandbagging* em contratos de M&A. São Paulo: Quartier Latin, 2023. In: NISHI, Camila Otani. A Cláusula de *Sandbagging* em contratos de M&A. São Paulo: Quartier Latin, 2023.

¹⁵¹ NISHI, Camila Otani. A Cláusula de *Sandbagging* em contratos de M&A. São Paulo: Quartier Latin, 2023, p. 79.

4.2.1.1.2 Negociações no Direito Empresarial e o Dever de Informar

Nas negociações complexas do Direito Empresarial, como as operações de Fusões e Aquisições, as partes utilizam diversos métodos para alocar da melhor forma possível os riscos do negócio.

Muito embora as grandes negociações empresariais sejam regidas pelo princípio da boa-fé e dotadas de conhecimento técnico qualificado e sofisticado, em que os termos dos contratos passam por extensas negociações e utilização de diversos métodos de forma a melhor alocar os riscos do negócio, fato é que toda essa diligência não exime as partes de futuros litígios e discussões sobre o dever de informar.

Pode-se discutir se a posterior discussão sobre o dever de informar ocorre por oportunismo ou meramente dilemas interpretativos, ou então, a primeira hipótese mascarada pela segunda, mas fato é que sempre irão existir litígios envolvendo compradores e vendedores por conta da discordância sobre os termos declarados no contrato.

É geralmente no momento do litígio que se discute o dever de informar de cada parte. Discute-se até que ponto a declaração prestada era verdadeira, omissa, ou até mesmo mentirosa¹⁵².

Nos tópicos a seguir será discutido de que forma a boa-fé e dever de informar operam em uma negociação empresarial, como o regime jurídico estadunidense interpreta o dever de informar nas operações empresariais e até que ponto uma parte teria o direito de omitir informação envolvendo declaração prestada.

4.2.1.1.2 Perspectiva estadunidense sobre o dever de informar

Sobre o assunto, Jeffrey M. Lipshaw¹⁵³ analisou em seu artigo a subjetividade do dever de informar das partes. Para tanto, fez duas análises diferentes sobre fraude promissória (quando as partes violam dolosamente o dever de informar), uma análise a partir de fonte acadêmica e outra de fonte judicial, ambas dos Estados Unidos.

¹⁵² LIPSHAW, Jeffrey M. Of Fine Lines, Blunt Instruments, and Half-Truths: Business Acquisition Agreements and the Right to Lie. v.2, Dec. 22, 2006, p. 434.

¹⁵³ LIPSHAW, Jeffrey M. Of Fine Lines, Blunt Instruments, and Half-Truths: Business Acquisition Agreements and the Right to Lie. v.2, Dec. 22, 2006, p. 434.

A primeira fonte refere-se a artigo publicado por Ian Ayres e Gregory Klass¹⁵⁴, em que os autores analisam os fatores que geram a fraude promissória. Buscou-se analisar a responsabilidade por trás da declaração prestada por aquele que nunca teve a intenção de cumprí-la.

A análise jurídica elaborada pelos autores visa explorar a complexidade e a irreduzibilidade do mundo jurídico, visto que direito não é nem uma ciência natural, tampouco social, nem é possível de ser reduzida e simplificada a algoritmos.

Ian Ayres e Gregory Klass analisaram a relação entre a responsabilidade daquele que não cumpre com a promessa feita e a responsabilidade daquele que, além de descumprir a promessa, nunca teve a intenção de cumprí-la. Ou seja, desde o momento que pactuou a cláusula, a parte já não tinha qualquer intenção de respeitá-la.

Os autores afirmam que o direito é uma estrutura social em que a comunidade chega à conclusão conjunta de que certas atitudes, mesmo que dentro do âmbito privado, merecem ser levadas ao devido processo legal.

Dentro desse contexto, os autores afirmam que, prestar declaração, sem qualquer intenção de cumprí-la, pode constituir elemento de fraude.

A fonte judicial adotada por Lipshaw foi o caso *Abry Partners V, L.P. v. F&W Acquisition, LLC*¹⁵⁵, julgado pelo Vice-Chanceler Leo Strine, da Delaware Court of Chancery, sobre fraude promissória.

O caso em questão tinha como partes Abry Partners (Compradores) que pactuaram Contrato de Aquisição de Ações (SPA-Share Purchase Agreement) por meio do qual foi adquirida uma terceira empresa, que era de controle da Providence Equity Partners (Vendedores).

O SPA possuía previsão de que o comprador baseou seu convencimento somente nas declarações e garantias prestadas pelo vendedor, within the four corners¹⁵⁶. Portanto, a previsão do contrato era de que o julgador, ao interpretar a

¹⁵⁴ AYRES, Ian; KLASS, Gregory. *Insincere Promises: The law of misrepresented intent*, 2006, p. 32.

¹⁵⁵ *Abry Partners V, L.P. v. F&W Acquisition, LLC*, 891 A.2d 1032 (Del. Ch. 2006).

¹⁵⁶ Within the four corners, no direito contratual, refere-se à Four Corners Rule, pertencente à doutrina de common law, é um instrumento doutrinário que indica a interpretação do contrato somente a partir do que consta escrito nele. Dessa forma, não é possível que as partes tragam elementos externos para interpretar a vontade consignada no contrato. Os julgadores, ao analisarem o contrato, ficam adstritos ao que está expressamente escrito nele. Veja: "The four corners rule contract law, also known as the patrol evidence rule, stipulates that if two parties enter into a written agreement, they cannot use oral or implied agreements in court to contradict the terms of the written agreement. The term "four corners" refers to the four corners of a document. Disponível em:

vontade das partes, não poderia se utilizar de recursos externos ao contrato, ficando limitado à letra consignada no Contrato.

Além da declaração e garantia, o Contrato também possuía cláusula que limitava a indenização a ser concedida ao Comprador na hipótese de inveracidade da declaração prestada. Também havia previsão de que essa indenização era o único remédio a ser utilizado pelo Comprador contra descumprimento da cláusula de declaração e garantia.

Após o fechamento do negócio, o Comprador processou o Vendedor, sob o argumento de que as declarações financeiras prestadas pelo Vendedor eram falsas e acarretaram o pagamento em excesso pela empresa.

A questão a ser analisada pela Corte era a exequibilidade da cláusula que determinava que a indenização prevista era o único remédio para o descumprimento de declaração e garantia.

No caso, o Vendedor teria avaliado erroneamente a empresa negociada. Além de precificar a maior a empresa a ser vendida, também pactuou cláusula que limitava o valor da indenização a ser conferida ao comprador caso fosse observado equívoco na valoração da empresa. Ou seja, a empresa foi vendida por 500 milhões de dólares e a indenização prevista para a hipótese de descumprimento de declaração prestada estava limitada a 20 milhões de dólares. Posteriormente foi avaliado que a empresa na realidade valia 400 milhões de dólares.

Portanto, a manobra do Vendedor teria permitido que valorizasse em 100 milhões de dólares a empresa vendida, ao mesmo passo que teria que indenizar somente 20 milhões de dólares caso o Comprador aventasse erro na valoração da empresa. Caso fosse concretizado o pactuado, na pior das hipóteses (ou seja, caso fosse descoberto sua mentira), o Vendedor ainda sairia no lucro de 80 milhões de dólares.

No processo, a adquirente alegou que o Vendedor não só apresentou representações financeiras falsas, como também a induziu em erro ao pactuar cláusula de limitação de indenização

A Corte decidiu que o caso envolvia partes sofisticadas, que a cláusula que previa indenização como único remédio para o descumprimento da cláusula era

exequível, na medida em que o Vendedor não prestou declaração falsa de forma dolosa, nem atuou com ciência acerca da sua inverdade.

Os julgadores consignaram que, caso o Comprador tivesse comprovado que o Vendedor tinha conhecimento acerca da falsidade da declaração, ou que prestou declaração falsa de propósito, a cláusula seria inválida por violar o Ordenamento Jurídico Estadunidense.

Jeffrey M. Lipshaw pontua que, após esse julgamento, a classe acadêmica americana voltou-se a responder o seguinte questionamento: pode uma parte negar a obrigação de dizer a verdade? E o consenso geral que encontraram foi de que sim, o mundo é pautado em uma filosofia formalista de que cachorro come outro cachorro¹⁵⁷.

Já o autor do artigo em análise, Jeffrey M. Lipshaw, afirma que o pensamento mencionado acima hiper simplifica a discussão. O autor afirma que:

(i) é necessário levar em consideração o reconhecimento de meias verdades, elemento central na elaboração de uma promessa enganosa em um negócio complexo;

(ii) nas discussões levantadas pela classe acadêmica americana não foi encontrado um princípio apropriado para se referir ao problema; e

(iii) não foram abordadas as questões linguísticas e sociais que tornam as meias verdades tão traiçoeiras.

Inclusive, sobre a decisão proferida pela Corte de Delaware, uma Corte conhecida por ser *business-friendly*, que decidiu no sentido de que a parte não teria o “direito de mentir” demonstra justamente como o poder argumentativo e o domínio sobre a linguagem podem influenciar o que é considerado verdadeiro, falso, ou parcialmente verdadeiro ou falso.

Jeffrey M. Lipshaw pontua que a letra da lei é um instrumento bruto, utilizado para mapear e interpretar as nuances de um acordo complexo, que contém manifestações de vontade que vão muito além da lei e que exigem amparo interpretativo da psicologia e filosofia da linguagem. Lipshaw afirma que a linguagem

¹⁵⁷ Foi feita uma tradução solta da expressão “yes, it is a dog-eat-dog formalistic world out there”. Cachorro come cachorro é uma alusão ao livre mercado em que as partes possuem a liberalidade de contratar da forma que quiserem e que o direito seria uma mera formalidade de regulamentação da vontade das partes. Muito embora o autor mencione a palavra “mundo” é necessário levar em consideração as questões culturais americanas, que não se aplicam universalmente, principalmente no Brasil. No decorrer do trabalho será aprofundado as diferenças da livre contratação no âmbito internacional e no Brasil, mas, em tempo, é necessário fazer o apontamento de que “mundo” aqui mencionado é mera alegoria literária e não se refere à aplicação global desse entendimento.

a lei é inadequada, é um instrumento bruto, utilizado para mapear nuances de um acordo complexo, que exige que o intérprete vá além e adentre no campo da psicologia e filosofia da linguagem. O autor argumenta no sentido de que há um certo tipo de arrogância na postura de advogados em crerem que imprevisibilidades e contingências do mundo estão no poder de seu controle, e que o vencedor da disputa de palavras recebe o mérito¹⁵⁸.

De fato, o argumento trazido por Lipshaw é válido, principalmente se for levado em consideração o fato de que, na maioria das vezes, o dever de informar será analisado em um ambiente litigioso, após a conclusão do negócio. Nesse contexto, torna-se tortuoso apurar a real intenção e o grau de conhecimento das partes sobre a informação controvertida. Isso faz com que a narrativa formulada pelos advogados de cada parte tenha papel central em recriar a verdade do ocorrido.

O autor afirma que o magistrado do caso *Abry Partners V, L.P. v. F&W Acquisition, LLC*, Vice-Chancellor Strine, buscou reconciliar as polaridades das políticas que promovem liberdade de contrato *versus* a lei que adota um código moral de não mentir, constante na lei de fraude. Contudo, Jeffrey critica a decisão, na medida em que pensa que o julgador se perdeu no poder da ilusão linguística ao utilizar o *deus ex machina*¹⁵⁹ da política pública para curar o que parecia para ele uma injustiça.

Segundo Lipshaw, aqui reside a falha da decisão, uma vez que deu crédito demais aos poderes dos advogados de capturarem a essência afirmativa de um negócio na linguagem do contrato, e por ver o contrato como uma incorporação dessa vontade e não como um reflexo da negociação. Argumenta que é um tipo de formalismo que deixa de capturar a subjacente faceta de uma promessa e seu contexto.

Ou seja, é uma ilusão acreditar que em um litígio será possível, somente a partir da leitura crua da cláusula, apurar a verdadeira intenção e vontade das partes. A perspectiva do autor é no sentido de que a linguagem utilizada nos contratos não

¹⁵⁸ O autor utilizou a expressão “to the victor go the spoils”, que tem correspondência à expressão em português “ao vencedor, as batatas”. De forma simples, significa que aquele que vence a batalha sai vitorioso.

¹⁵⁹ Expressão em latim que se traduz em “Deus que surge da máquina” e significa utilizar uma solução inesperada, mirabolante e improvável com o fim de finalizar uma obra ficcional. <<https://sbi.org.br/sblogi/deus-ex-machina/>> Acesso em 17.10.2022. A expressão foi referente à utilização de políticas públicas para criar uma solução mirabolante.

é capaz de captar o cenário por trás das negociações e o caminho que foi percorrido até chegar na cláusula contratual.

Sobre o assunto, Ayres e Klass¹⁶⁰ pontuam que as declarações de vontade são ferramentas que os promitentes usam para conquistar tarefas bem específicas. Afirmam que prometer é uma atividade complexa que envolve alto grau de coordenação e confiança entre as partes. Na maioria dos casos, é necessário mais do que a força performática de um ato promissório (a criação de uma obrigação vinculada ao ato prometido) para assegurar o cumprimento de tais obrigações.:

Segundo Lipshaw, o caso em questão não envolvia fraude promissória, mas sim omissão e meias-verdades. O contrato em questão não possuía previsão acerca de omissões, nem havia previsão expressa que permitisse a rescisão contratual no caso de declaração falsa.

A perspectiva trazida por Jeffrey Lipshaw levanta o debate acerca da dificuldade de se definir a extensão das informações prestadas em ambiente empresarial. A questão se torna mais dificultosa quando essa discussão é levantada em ambiente litigioso, em que as partes buscam utilizar recursos jurídicos e de linguagem para convencer os julgadores sobre a sua verdade.

Fato é que apurar a real intenção das partes no momento da negociação de um procedimento tão complexo quanto o de Fusões e Aquisições é tarefa difícil, principalmente pois as partes estão amparadas por equipes jurídicas qualificadas.

Para melhor compreender o dever de informar nas Cortes Americanas, passa-se à análise do caso emblemático Hill v. Jones¹⁶¹, da Arizona Court of Appeals (151 Ariz. 81, 725 P.2d 1115, de 1986), julgado pelos Magistrados Meyerson, P.J. Contreras e J. Yale McFate.

A questão em análise era a seguinte: em uma venda de imóvel residencial, o vendedor tem o dever de informar o comprador sobre infestações anteriores de cupim?

Os compradores entraram com ação com o intuito de rescindir o contrato de compra da residência, sob a alegação de que os vendedores não haviam informado de forma concreta danos pretéritos ao imóvel por conta da passada infestação de cupim.

¹⁶⁰ Ian Ayres & Gregory Klass, *Insincere Promises: The law of misrepresented intent* (2006).

¹⁶¹ Hill v. Jones, da Arizona Court of Appeals (151 Ariz. 81, 725 P.2d 1115, de 1986).

Os vendedores argumentaram que eles não tinham dever de informar acerca de infestação e, ainda que tivessem, não foi comprovado nos autos qualquer tipo de atividade no sentido de esconder de forma fraudulenta o acontecimento.

A Corte decidiu de forma favorável aos vendedores, a fim de reconhecer que os mesmos não tinham o dever de informar sobre a infestação pretérita de cupins. A cláusula contratual que motivou tal decisão foi a seguinte:

That the Purchaser has investigated the said premises, and the Broker and the Seller are hereby released from all responsibility regarding the valuation thereof, and neither Purchaser, Seller, nor Broker shall be bound by any understanding, agreement, promise, representation or stipulation expressed or implied, not specified herein.

Em tradução:

[...] Que o Comprador vistoriou o imóvel e que o Corretor e o Vendedor estão, por meio deste, desembaraçados de qualquer responsabilidade envolvendo a avaliação do bem, e nem o Comprador, nem o Vendedor, e nem o Corretor estão vinculados a qualquer entendimento, acordo, promessa, representação, expressa ou implícita, não especificada no presente contrato.

No inteiro teor da decisão, foi citado o caso *Lufty v. R.D*¹⁶², em que a Suprema Corte do Arizona, a partir da análise de cláusula similar considerou que qualquer previsão em um contrato que torna possível que uma parte se libere das consequências de fraude cometida por ela mesma no trâmite da execução é inválida e não serve como meio de defesa.

No caso do cupim, os magistrados fundamentaram que, caso o entendimento acima se aplicasse ao caso em questão, as partes conseguiriam comprovar fraude por ato do vendedor, o que não foi possível.

Já no que se refere especificamente ao dever de informar, o magistrado mencionou a expressão *caveat emptor*, em português, “cuidado, comprador”, ou seja, fez uma alusão ao fato de que, aquele que realiza uma compra deve se atentar à ela.

Em seguida, afirma que tal expressão decaiu em importância ao longo da metade do século XX¹⁶³ e que a visão mais moderna é de que o vendedor tem o dever positivo de informar os fatos materiais, pois: (i) o dever de informar é

¹⁶²*Lufty v. R.D. Roper & Sons Motor Co.*, 57 Ariz. 495, 506, 115 P.2d 161, 166 (1941).

¹⁶³ *Quashnock V. Frost*, 299 Pa. Super. 9, 445 A.2d 121 (1982); *Ollerman v. O'Rourke Co.*, 94 Wis.2d 17, 288 N.W.2d 95 (1980).

necessário para prevenir que uma declaração seja mal interpretada ou seja fraudulenta; (ii) o dever de informar corrigiria um erro da parte acerca de uma assunção básica a partir da qual a contraparte está contratando e, se a ausência de informação acarreta na falha de agir em boa-fé em concordância com seus entendimentos de uma negociação justa; (iii) dever de informar corrigiria um erro da outra parte no que se refere ao conteúdo ou efeito do que está escrito, evidenciando ou incorporando uma concordância do todo ou de uma parte do negócio; e (iv) a contraparte tem o direito de saber o fato por conta da relação de confiança entre os contratantes. Magistrado Cita Restatement (Second) of Contracts § 161 (1981) (Restatement)¹⁶⁴; see Restatement (Second) of Torts § 551 (1977)¹⁶⁵

O julgado menciona também que as Cortes de Arizona já reconheceram, em determinadas hipóteses o dever de informar¹⁶⁶, hipótese em que a suprema corte notou que, no contexto de uma relação confidencial que: “[s]uppression of a material fact which a party is bound in good faith to disclose is equivalent to a false representation¹⁶⁷”. Em tradução: “a supressão de um material sobre o qual uma parte é vinculada em boa-fé a apresentar é equivalente à falsa representação”.

Retornando ao cerne da questão do julgado, a Corte questiona se, a partir do dever de informar, deveria a parte vendedora informar fatos pretéritos atinentes ao imóvel que poderiam, por consequência, comprometer o valor dele? E, se sim, uma infestação de cupim constituiria uma informação com o dever de ser veiculada?

Para responder tais questionamentos, os julgadores pontuam que a doutrina que envolve o direito de informar se refere às hipóteses em que a informação não foi repassada por conta de um equívoco. Afirmam que, muito embora a lei de contratos americana defende a finalidade das transações, ao longo dos anos as cortes reconheceram que, sob algumas circunstâncias limitadas, é injusto aplicar um entendimento jurídico tendo em vista tão somente seu resultado final.

¹⁶⁴ O Restatement (Second) of Contracts, American Law Institute, de 1981. É uma revisão e atualização do Restatement de 1932, que englobou normas com inspiração no Uniform Commercial Code. Link para acesso: <https://matthewminer.name/law/outlines/1L/1st+Semester/LAW+505-002+%E2%80%93+Contracts+I/R2C+%C2%A7+161>. Acesso em 03/10/2022

¹⁶⁵ O Restatement (Second) of Contracts, American Law Institute, 1979 resume os princípios gerais do *common law* do Direito Penal americano. É formado por quatro volumes, os 2 primeiros publicados em 1965, o terceiro em 1977 e o último em 1979.

¹⁶⁶ Van Buren v. Pima Community College Dist. Bd., 114 Ariz. 85,87,546 P. 2d 821, 823 (1976); Batty v. Arizona State Dental Bd., 57 Ariz. 239, 254, 112, P. 2d 870, 877 (1941).

¹⁶⁷ Leigh v. Loyd, 74 Ariz. 84, 87, 244 P. 2d 356,358 (1952); National Housing Indus. Inc. v. E.L. Jones Dev. Co., 118 Ariz. 374, 379, 576 P. 2d 1374, 1379 (1979).

O julgador apontou que no ordenamento jurídico estadunidense há o dever de promover relações empresariais honestas e justas, tal política está expressa na lei de representações falsas e negligentes.

Em algumas hipóteses, o ato de não informar de uma parte pode ser equivalente a esse fato não existir. Por exemplo “[w]hen one conveys a false impression by disclosure of some facts and concealment of others, such concealment is in effect a false representation that what is disclosed is the whole truth¹⁶⁸.” Em tradução, “quando uma parte transmite uma falsa impressão por meio de declaração de certos fatos e omissão de outros, tal omissão é uma falsa representação de que o que está sendo declarado é a completa verdade.”

Portanto, a omissão pode ser equiparada e dada a mesma tratativa jurídica de fraude ou falsa representação. Uma classe de casos que houve essa equiparação envolve a omissão de fatos que podem afetar o valor da propriedade, fatos esses de conhecimento do vendedor mas de difícil conhecimento do comprador.

O dever de informar é aplicado de diferentes formas nas cortes americanas. Na Suprema Corte da Flórida, por exemplo, entendeu-se que “where the seller of a home knows of facts materially affecting the value of the property which are not readily observable and are not known to the buyer, the seller is under a duty to disclose them to the buyer.¹⁶⁹” Em tradução: “quando o vendedor de um imóvel sabe de fatos que afetam o valor da propriedade, fatos esses que não são de fácil observância e não são de conhecimento do comprador, o vendedor tem o dever de informá-los ao comprador.” A Corte da Califórnia possui entendimento no mesmo sentido¹⁷⁰.

A definição do dever de informar depende dos fatos do caso. Como cita o magistrado: “A matter is material if it is one to which a reasonable person would attach importance in determining his choice of action in the transaction in question¹⁷¹.” Em tradução: “Um assunto é material [no sentido de que deve ser informado] se é algo que uma pessoa razoável vincularia importância em relação a sua escolha de agir na transação em questão.”

¹⁶⁸ State v. Coddington, 135 Ariz, 480, 481, 662 P.2d 155, 156 (App.1983).

¹⁶⁹ Johnson v. Davis, 480 S0 .2d 625, 629 (Fla. 19850), caso que versava sobre um telhado com defeito em um imóvel de 3 anos.

¹⁷⁰ Lingsch v. Savage, 213 Cal.App.2d 729, 735, 29 Cal.Rptr. 201, 204 (1963).

¹⁷¹ Lynn v. Taylor, 7 Kan.App.2d at 371, 642 P.2d at 134-55.

No presente caso, a questão se traduziria para: caso o comprador soubesse da prévia infestação de cupim, ele teria desistido da compra?

O comprador afirma que ele não teria comprado a casa caso soubesse da infestação.

Já os vendedores argumentam que a informação não foi intencionalmente escondida e, caso o comprador tivesse perguntado, eles teriam informado. Isso pois também recai sobre o comprador o dever de se informar.

A Corte de Arizona deu razão aos argumentos do vendedor, que foi o vencedor da causa.

No caso dos cupins, o vendedor que deixou de prestar informação sobre questão que o comprador julgava ser importante.

Já no caso da prática de *Sandbagging*, o dever de informar torna-se mais complexo, uma vez que envolve o possível descumprimento do dever de informar por parte do vendedor, que prestou declaração e garantia falsa ou incompleta, cumulado com o fato de que o comprador deixou de informar durante a negociação que tomou conhecimento sobre a falsidade da declaração prestada.

Em tese, uma parte não tem o dever de dar informações sobre a prestação da outra¹⁷². Contudo, há de se analisar a possível ilicitude do ato do comprador omitir informação obtida durante a fase de negociação para posteriormente pleitear indenização, com base no Ordenamento Jurídico Brasileiro.

Delimitado o princípio da boa-fé e o dever de informar, cumpre analisar quais as possíveis respostas encontradas no direito brasileiro para analisar a prática de *Sandbagging*.

4.2.1.2 Abuso de direito

A violação ao princípio da boa-fé, do dever de informar e o exercício excessivo da autonomia da vontade pode ter como consequência a caracterização da conduta como abuso de direito.

¹⁷² BENETTI, Giovana Valentiniano. Dolo por omissão no direito civil brasileiro: fundamentos, requisitos e efeitos. Tese de doutorado. Orientador Professor Dr. Francisco Paulo de Crescenzo Marino. São Paulo: Universidade de São Paulo, 2018, p. 247.

Abuso de direito, segundo Judith Martins-Costa¹⁷³, é o exercício do direito de forma inadmissível e incongruente com a Ordem jurídica.

Segundo Ruy Aguiar Júnior¹⁷⁴, a boa-fé cria deveres que perpassam a autonomia privada e impõe limites ao exercício abusivo de direitos.

Para Teresa Lopez¹⁷⁵, abuso de direito é um ato antijurídico ou ato ilícito atípico que viola princípios como o da boa-fé ou a finalidade social e econômica do direito, o abuso se torna ilegítimo quando há a quebra de confiança legítima das partes.

O abuso de direito está inserido no artigo 187 do Código Civil: “Também comete ato ilícito o titular de um direito que, ao exercê-lo, excede manifestamente os limites impostos pelo seu fim econômico ou social, pela boa-fé ou pelos bons costumes.”

No contexto da prática de *Sandbagging*, a ocorrência de abuso de direito ocorreria em virtude da violação do princípio da boa-fé objetiva, no sentido de que, a omissão de uma informação obtida que indicava a inverdade da cláusula de declaração e garantia para posteriormente pleitear indenização extrapolaria o regular exercício de direitos da parte adquirente.

Para tanto, é necessário observar o contexto negocial em que essa prática ocorreu. A fim de aproximar a discussão de hipóteses mais concretas, adota-se quatro questões balizadoras para analisar a possível caracterização de abuso de direito e violação do princípio da boa-fé: (i) em que momento o comprador obteve a informação?; (ii) qual a extensão do conhecimento da informação e qual o grau de relevância da informação?; (iii) como o comprador obteve a informação? e; (iv) o vendedor tinha conhecimento de que a declaração prestada era falsa?

Quanto à primeira questão, o momento em que o adquirente descobriu a informação é crucial para determinar a possível violação da boa-fé. Por exemplo, caso a parte compradora já sabia no momento em que foi negociada a cláusula de declaração e garantia que a mesma era falsa, pode-se entender que há um evidente abuso de direito ao induzir a parte vendedora a fornecer uma informação

¹⁷³ MARTINS-COSTA, Judith. A boa-fé no direito privado: critérios para sua aplicação. 2ª edição. São Paulo: Saraiva, 2018, p. 637.

¹⁷⁴ AGUIAR JÚNIOR, Ruy Rosado. Lições de Teoria Geral das Obrigações. FRADERA, Vera Jacob de; MARTINS-COSTA, Judith (org.). Estudos de Direito Privado e processo civil: em homenagem a Clóvis do Couto e Silva. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2014, p. 57.

¹⁷⁵ LOPEZ, Tereza Ancona. Exercício do direito e suas limitações. Revista dos Tribunais, v. 885, p. 61 In: NISHI, Camila Otani. A Cláusula de *Sandbagging* em contratos de M&A. São Paulo: Quartier Latin, 2023, p. 63.

sabidamente inverídica para, no futuro, pleitear indenização. Nesse caso, haveria um intuito de enganar a contraparte para obter benefício econômico futuro, atitude que vai frontalmente de encontro com os preceitos da boa-fé.

Em contrapartida, caso a parte tenha obtido a informação após a pactuação da cláusula de declaração e garantia, há de se analisar o grau de relevância que o comprador deu à informação (questão ii).

Isso porque é necessário apurar se a informação obtida era concreta e grave o suficiente para desvirtuar a base na qual a negociação foi realizada. Conforme visto anteriormente, a cláusula de declaração e garantia tem como função delimitar o contexto fático e fixar as premissas que foram determinantes para a conclusão e precificação do negócio.

Logo, caso o comprador tenha obtido informação concreta e inequívoca de que a declaração e garantia era completamente falsa, a conduta de omitir a informação, concluir o negócio e posteriormente pleitear indenização pode ser considerada como um exercício abusivo de direitos e violador da boa-fé, visto que negociou de forma enganosa, sem de fato confiar nas declarações prestadas.

Marcelo Trindade¹⁷⁶ pontua que, caso a informação obtida seja concreta o suficiente para ensejar a anulação do negócio, o ato do comprador prosseguir com a operação ignorando o fato obtido acarreta a convalescência do negócio jurídico, conforme disposto no Código Civil¹⁷⁷:

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

Art. 173. O ato de confirmação deve conter a substância do negócio celebrado e a vontade expressa de mantê-lo.

Art. 174. É escusada a confirmação expressa, quando o negócio já foi cumprido em parte pelo devedor, ciente do vício que o inquinava.

Art. 175. A confirmação expressa, ou a execução voluntária de negócio anulável, nos termos dos arts. 172 a 174, importa a extinção de todas as ações, ou execuções, de que contra ele dispusesse o devedor.

Ao ignorar fato que capaz de ensejar a anulação do negócio e prosseguir com a operação, o adquirente estaria confirmando tacitamente o contrato anulável, visto que, ciente da declaração falsa, o comprador (devedor do preço), escolhe realizar a

¹⁷⁶ TRINDADE, Marcelo. *Sandbagging* e as falsas declarações em alienações empresariais. In: CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de; AZEVEDO, Luis Andre; HENRIQUES, Marcus de Freitas (Org.). Direito societário, mercado de capitais, arbitragem e outros temas: homenagem a Nelson Eizirik. São Paulo: Quartier Latin, 2020, v. III, p. 103.

¹⁷⁷ BRASIL. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2022. Institui o Código Civil. Disponível em <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406compilada.htm> Acesso em 25/10/2022.

tradição, ao invés de ressalvar seu direito à indenização ou à multa, cumulado com o cumprimento da obrigação defeituosa¹⁷⁸, conforme o artigo 475 do Código Civil¹⁷⁹.

Marcelo Trindade ressalta que a impossibilidade do comprador voltar atrás e pleitear indenização após a conclusão da transação se dá em respeito à segurança jurídica e, em especial, ao princípio da confiança, inerente à boa-fé objetiva¹⁸⁰. Enfatiza que o regime legal brasileiro não admite, de forma alguma, que o adquirente, ciente da falsidade da declaração, opte por não anular o negócio por erro, nem exigir o cumprimento forçado com direito à indenização, mas sim por dar execução ao contrato sem realizar qualquer tipo de ressalva e posteriormente pleitear indenização.

Portanto, se o comprador obteve uma informação concreta capaz de desvirtuar as premissas fáticas basilares para a negociação, antes ou após a pactuação da declaração e garantia, há uma violação ao princípio da boa-fé e possível abuso de direito, frente a latente conduta desleal da parte.

Contudo, Marcelo Trindade¹⁸¹ ressalta que, caso a informação obtida não seja suficiente para ensejar a anulação do negócio, tais efeitos não se aplicariam.

Logo, caso a parte não tenha obtido uma informação concreta (questão ii), somente um mero boato, pode-se discutir a admissibilidade da conduta do adquirente que, não tendo certeza sobre a concretização da contingência, escolheu confiar na cláusula de declaração e garantia para se resguardar na hipótese da contingência vir a surtir efeitos práticos e econômicos.

Em outras palavras, supondo que o adquirente tenha recebido uma informação incompleta, ou confusa, oriunda de uma fonte pouco confiável, que gerasse possível dúvida quanto à veracidade da declaração e garantia, tenha optado

¹⁷⁸ TRINDADE, Marcelo. *Sandbagging* e as falsas declarações em alienações empresariais. In: CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de; AZEVEDO, Luis Andre; HENRIQUES, Marcus de Freitas (Org.). Direito societário, mercado de capitais, arbitragem e outros temas: homenagem a Nelson Eizirik. São Paulo: Quartier Latin, 2020, v. III, p. 103

¹⁷⁹ “Art. 475 A parte lesada pelo inadimplemento pode pedir a resolução do contrato, se não preferir exigir-lhe o cumprimento, cabendo, em qualquer dos casos, indenização por perdas e danos.” BRASIL. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2022. Institui o Código Civil. Disponível em <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406compilada.htm> Acesso em 25/10/2022.

¹⁸⁰ TRINDADE, Marcelo. *Sandbagging* e as falsas declarações em alienações empresariais. In: CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de; AZEVEDO, Luis Andre; HENRIQUES, Marcus de Freitas (Org.). Direito societário, mercado de capitais, arbitragem e outros temas: homenagem a Nelson Eizirik. São Paulo: Quartier Latin, 2020, v. III, p. 103.

¹⁸¹ TRINDADE, Marcelo. *Sandbagging* e as falsas declarações em alienações empresariais. In: CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de; AZEVEDO, Luis Andre; HENRIQUES, Marcus de Freitas (Org.). Direito societário, mercado de capitais, arbitragem e outros temas: homenagem a Nelson Eizirik. São Paulo: Quartier Latin, 2020, v. III, p. 103.

por não levar à negociação tal fato, e após a conclusão do negócio, o boato venha a ser concretizado, poderia o comprador pleitear indenização a partir de tal fato?

Nesse contexto, é possível que não se considere gritante abuso de direito, na medida em que a parte não deu importância ao boato obtido durante a negociação e, somente após a conclusão do negócio a contingência veio a se concretizar. Sabe-se que o dever de informar não é irrestrito¹⁸², logo, o comprador não teria o dever de informar absolutamente tudo que soubesse sobre a negociação, ainda mais por se tratar de fato incerto e passível de não surtir efeitos práticos.

Ainda sim, entende-se que a conduta mais proba a se fazer é informar à parte vendedora de que teve conhecimento desse boato que possivelmente indica uma contingência e pactuar a cláusula de declaração e garantia a partir da ciência e comunicação a outra parte dessa informação.

Daniel Kalansky e Rafael Sanchez entendem que, para que a prática de *Sandbagging* seja considerada abuso de direito, é necessário analisar o grau de conhecimento do comprador¹⁸³.

Explicam que, se o adquirente não teve intenção de fazer o vendedor prestar declaração falsa com o único propósito de buscar indenização após o fechamento, ou se o conhecimento não era completamente claro, ou então se ambas as partes sabiam da falsidade da declaração, mas entenderam que os mecanismos de indenização do contrato seriam a melhor forma de resolver o problema, não teria porque o comprador ter cerceado seu direito de ser indenizado pelos danos sofridos, de modo que o silêncio do contrato sobre a prática de *Sandbagging* terão como consequência a reparação civil¹⁸⁴.

Portanto, caso o adquirente tenha obtido informação incompleta, incerta, ou pouco confiável, é possível que seu direito de receber indenização em virtude da violação da cláusula de declaração e garantia seja preservado, ainda que possuísse ciência sobre a possível inverdade da cláusula antes da conclusão do negócio.

A terceira questão que há de ser analisada é de que forma o comprador teve acesso à informação.

¹⁸² BENETTI, Giovana Valentiniano. Dolo por omissão no direito civil brasileiro: fundamentos, requisitos e efeitos. Tese de doutorado. Orientador Professor Dr. Francisco Paulo de Crescenzo Marino. São Paulo: Universidade de São Paulo, 2018, p. 247.

¹⁸³ BOTREL, Henrique Barbosa Sérgio. Novos temas de Direito e Corporate Finance. São Paulo: Quartier Latin, 2019. KALANSKY, Daniel Kalansky e BIONDI, Rafael. *Sandbagging* Clauses nas Operações de Fusões e Aquisições (M&A), p. 152.

¹⁸⁴ *Ibid.*

Poderia ser considerado um exercício regular do direito a escolha por não informar o vendedor acerca de informação que o comprador tenha obtido por meio de *due diligence*, uma vez que despendeu recursos financeiros para sua realização.

Em dissertação sobre o assunto, Caio Marotti de Oliveira¹⁸⁵ defende que, caso o comprador tenha obtido a informação por meio de diligência excepcional, com custos e dispêndio de esforços, o vendedor não pode exigir que o adquirente lhe forneça essas informações.

Destaca que, ao prestar a informação ao vendedor, as partes podem acabar por não concluir o negócio e o vendedor sairá com uma informação que obteve de forma gratuita e que foi custosa ao adquirente obter. O vendedor sairá da negociação com esse benefício que poderá utilizar em futuras negociações com outros compradores, enquanto o adquirente não terá qualquer benefício com a negociação frustrada¹⁸⁶.

Segundo Anthony Kronman¹⁸⁷, a não divulgação da informação obtida deve ser permitida caso a parte conhecedora, nesse caso, o comprador, tenha incorrido em custos para adquirir a informação. Destaca que permitir que a parte não divulgue a informação é a única forma eficiente de incentivar o investimento na produção de conhecimento.

Nessa esteira, Camila Otani Nishi¹⁸⁸ ressalta que, caso fosse exigido que o comprador repassasse as informações obtidas, haveria um desincentivo a realização de *due diligence* de qualidade e obtenção de informações, já que o conhecimento adquirido poderia implicar em renúncia ao direito de ser reparado.

A autora conclui que, permitir que o comprador retenha a informação obtida por meio de *due diligence*, sem afastar o seu direito de ser futuramente indenizado pelo descumprimento da declaração e garantia é o melhor meio para: (i) estimular o comprador a realizar *due diligence* de qualidade e adquira conhecimento em relação ao ativo adquirido; e (ii) garantir que o vendedor verifique que as declarações e garantias, bem como os anexos de divulgação estejam corretos e precisos¹⁸⁹.

¹⁸⁵ *Ibid*, p. 175.

¹⁸⁶ BOTREL, Henrique Barbosa Sérgio. Novos temas de Direito e Corporate Finance. São Paulo: Quartier Latin, 2019. KALANSKY, Daniel Kalansky e BIONDI, Rafael. Sandbagging Clauses nas Operações de Fusões e Aquisições (M&A), p. 175.

¹⁸⁷ KRONMAN, Anthony T. Mistake, disclosure, information and the laws of contract. The Journal of Legal Studies, v. 7, n. 1, p. 8; In: NISHI, Camila Otani. A Cláusula de *Sandbagging* em contratos de M&A. São Paulo: Quartier Latin, 2023, p. 143.

¹⁸⁸ NISHI, Camila Otani. A Cláusula de *Sandbagging* em contratos de M&A. São Paulo: Quartier Latin, 2023, p. 147.

¹⁸⁹ *Ibid*.

Nesse caso, poderia ser interpretado que não há dever de informar por parte do comprador em relação à informação que constatou mediante *due diligence*, a partir do argumento de que o adquirente obteve a informação mediante investimento particular, e pois o vendedor tinha o dever de prestar declaração precisa e verdadeira.

Ademais, se o adquirente conseguiu acessar a informação por meio de *due diligence*, significa que o vendedor muito provavelmente também conseguiria obter essa informação caso tivesse cumprido com seus deveres de se informar da melhor forma possível antes de prestar declaração (questão iv). Por esse motivo, há de se analisar também a possibilidade do vendedor ter acesso à informação.

Destaca-se que quem presta declaração e garantia tem o dever de verdade, devendo sempre fornecer informações verídicas¹⁹⁰, logo, se o vendedor descumpriu seu dever de prestar declaração precisa e verdadeira, não se vislumbra uma atitude desleal do comprador em deixar de informar o vendedor sobre a falsidade da declaração. Afinal, conforme ensina Judith Martins-Costa¹⁹¹, a parte não pode ser enganada em relação ao fato que era de seu conhecimento.

Nesse contexto, para imputar a prática de abuso de direito ao adquirente, a ignorância do vendedor sobre a imprecisão da declaração e garantia prestada deve ser legítima, ou seja, não seria possível obter a informação por conta própria, ou somente através de custos desarrazoados¹⁹².

No âmbito empresarial, Giovana Benetti¹⁹³ ressalta que o desconhecimento de uma informação que envolve o domínio de sua atividade enseja o ônus de buscar essa informação, sob pena de seu desconhecimento ser caracterizado como ilegítimo.

¹⁹⁰ FRADERA, Vera Jacob de. Informar ou não informar nos contratos, eis a questão!; MARTINS-COSTA, Judith (org.). Estudos de Direito Privado e processo civil: em homenagem a Clóvis do Couto e Silva. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2014, p. 236. In: SALTON, Rodrigo. O Dever de Informar na Fase Pré-Contratual e as Operações de M&A. São Paulo: Quartier Latin, 2023.

¹⁹¹ MARTINS-COSTA, Judith. Os regimes do dolo civil no Direito Brasileiro: dolo antecedente, vício informativo por omissão e por comissão, dolo acidental e dever de indenizar. Revista dos Tribunais, nº 923, 2012, p. 124. In: SALTON, Rodrigo. O Dever de Informar na Fase Pré-Contratual e as Operações de M&A. São Paulo: Quartier Latin, 2023, p. 227.

¹⁹² GREZZANA, Giacomo. A Cláusula de Declarações e Garantias em Alienação de Participação Societária. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 251.

¹⁹³ BENETTI, Giovana. Dolo no direito civil: uma análise da omissão de informações. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 233-234. In: SALTON, Rodrigo. O Dever de Informar na Fase Pré-Contratual e as Operações de M&A. São Paulo: Quartier Latin, 2023.

Por esse motivo, Rodrigo Salton¹⁹⁴ ressalta que não pode haver uma cegueira deliberada acerca de uma informação, de maneira que a parte tem o dever de buscar se informar, sob pena de ser atribuído os efeitos do conhecimento a ela.

Até mesmo pois só há assimetria informacional, e, portanto, dever de informar¹⁹⁵, quando uma parte conhece algo que a outra desconhece¹⁹⁶. Logo, se o vendedor sabia que a declaração prestada era falsa, questiona-se a inobservância ao princípio da boa-fé por parte do comprador que deixou de comunicar informação obtida que indicava a falsidade da declaração prestada.

De maneira semelhante Camila Otani Nishi¹⁹⁷, ao analisar o estudo realizado pelo doutrinador alemão Holger Fleischer¹⁹⁸ sobre o dever de informar, pontua que nunca houve um dever ilimitado de informar, ou seja, não deveria ser imposto a uma parte o dever de informar sem qualquer custo ou contrapartida. Frisa que o mercado é repleto e baseado em certa disparidade informacional, motivo pelo qual o dever de informar irrestrito é incompatível com a autonomia privada, pois havendo paridade entre as partes - o que é o caso de uma operação de fusão e aquisição - não se deve tutelar aquele que não prezou pelos próprios interesses.

Dessa forma, a autora conclui que, se o vendedor tiver conhecimento sobre a inveracidade da declaração e garantia, não deve ser imputado ao comprador o dever de informá-lo a respeito. De igual forma não haveria dever de informar caso o vendedor pudesse ter acesso à informação caso tivesse adotado conduta diligente¹⁹⁹.

Portanto, caso se esteja diante de uma situação em que o comprador, por meio de esforços econômicos próprios, obteve informação que era acessível ao

¹⁹⁴ SALTON, Rodrigo. O Dever de Informar na Fase Pré-Contratual e as Operações de M&A. São Paulo: Quartier Latin, 2023, p. 167.

¹⁹⁵ FRADERA, Véra Jacob de. Informar ou não informar nos contratos, eis a questão!; MARTINS-COSTA, Judith (org.). Estudos de Direito Privado e processo civil: em homenagem a Clóvis do Couto e Silva. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2014, p. 240. In: SALTON, Rodrigo. O Dever de Informar na Fase Pré-Contratual e as Operações de M&A. São Paulo: Quartier Latin, 2023.

¹⁹⁶ BENETTI, Giovana. Dolo no direito civil: uma análise da omissão de informações. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 271. In: SALTON, Rodrigo. O Dever de Informar na Fase Pré-Contratual e as Operações de M&A. São Paulo: Quartier Latin, 2023.

¹⁹⁷ NISHI, Camila Otani. A Cláusula de *Sandbagging* em contratos de M&A. São Paulo: Quartier Latin, 2023, p. 77.

¹⁹⁸ FLEISCHER, Holger. Informationsasymmetrie im Vertragsrecht, p. 297. In: NISHI, Camila Otani. A Cláusula de *Sandbagging* em contratos de M&A. São Paulo: Quartier Latin, 2023. In: NISHI, Camila Otani. A Cláusula de *Sandbagging* em contratos de M&A. São Paulo: Quartier Latin, 2023.

¹⁹⁹ NISHI, Camila Otani. A Cláusula de *Sandbagging* em contratos de M&A. São Paulo: Quartier Latin, 2023, p. 151

vendedor, pode ser considerado que não há latente violação ao princípio da boa-fé, ao deixar de informar ao vendedor que prestou declaração falsa.

Contudo, caso informação seja capaz de ensejar a anulação do negócio jurídico, é possível que a escolha do comprador em concluir a operação apesar de ter conhecimento sobre a inveracidade da declaração acarrete o reconhecimento da confirmação tácita de negócio jurídico anulável, conforme os artigos 172 a 175 do Código Civil²⁰⁰.

Outra hipótese seria a da parte adquirente obter informação que não era acessível ao vendedor e deixou de informá-la para, após a conclusão da operação, pleitear reparação.

Acerca dessa hipótese, Camila Otani Nishi pontua que, muito embora o vendedor seja a parte mais apta a prestar declaração e garantia correta, uma vez cometido o engano - prestado a declaração e garantia falsa -, o adquirente passa a ser a parte mais habilitada para informar o vendedor sobre a inveracidade da cláusula e evitar que o negócio seja concretizado a partir dessa premissa equivocada.

A partir dessa análise, haveria um dever de informar do comprador acerca da informação obtida que indica a falsidade da declaração e garantia. Contudo, ressalta que, conforme visto anteriormente, é necessário apurar os custos de transação envolvidos na obtenção dessa informação pelo comprador, que é o caso de quando a informação é obtida mediante o dispêndio de recursos próprios através da *due diligence*.

Portanto, nesses casos haveria, em tese, violação ao princípio da boa-fé e dever de informar, pois o comprador se valeu de informação privilegiada e inacessível ao vendedor para pleitear indenização.

A doutrina e a jurisprudência são incipientes no assunto, de maneira que não há um posicionamento jurídico firme sobre a prática de *Sandbagging* no direito brasileiro. Tal fato se agrava pelo fato de que geralmente os litígios envolvendo operações de fusões e aquisições são resolvidas por meio de arbitragens dotadas de sigilo, de maneira que torna dificultosa a obtenção de entendimento jurisprudencial.

²⁰⁰ BRASIL. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2022. Institui o Código Civil. Disponível em <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406compilada.htm> Acesso em 25/10/2022.

Contudo, o entendimento que vem se consolidando nos artigos escritos a respeito da prática de *Sandbagging* é de que, via de regra, o direito brasileiro não acolhe tal conduta, em virtude da violação do princípio da boa-fé, devendo as partes pactuarem cláusula de *Pro-Sandbagging* caso queiram resguardar seu direito de obter indenização pelo descumprimento da cláusula de declaração e garantia, mesmo tendo conhecimento prévio sobre sua inveracidade.

4.2.1.3 *Venire contra factum proprium*

O *venire contra factum proprium* ocorre quando uma parte adota uma posição jurídica contraditória ao comportamento exercido anteriormente²⁰¹. Para tanto, é necessário que o comportamento contraditório tenha gerado legítimas expectativas a outra parte²⁰².

Anderson Schreiber destaca que a proibição do comportamento contraditório não visa somente manter a coerência, mas sim visa coibir que a contradição aos próprios atos possa violar as expectativas da contraparte e gerar prejuízos²⁰³.

De acordo com Gabriel Buschinelli²⁰⁴, é contraditório o ato do comprador pleitear indenização a partir de descumprimento de declaração e garantia que sabia ser falsa, motivo pelo qual a prática de *Sandbagging* poderia se configurar como *venire contra factum proprium*.

No caso da prática de *Sandbagging*, a conduta contraditória residia no ato do comprador pactuar cláusula de declaração e garantia, que delimita a situação fática que pautou a contratação, sem confiar no que estava sendo declarado, para, após a conclusão do negócio, pleitear indenização a partir dessa cláusula.

Nessa hipótese, o adquirente criou uma legítima expectativa no vendedor de que estava realizando a operação a partir das premissas fáticas estabelecidas na cláusula de declaração e garantia, quando na realidade concluiu o negócio sem

²⁰¹ COSTA, Judith M. A boa-fé no direito privado: critérios para a sua aplicação. Editora Saraiva, 2018. E-book. ISBN 9788553601622. Disponível em:

<https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788553601622/>. Acesso em: 20 jun. 2023. p. 675.

²⁰² MIRAGEM, Bruno. Direito Civil - Direito das Obrigações. [Digite o Local da Editora]: Grupo GEN, 2021. E-book. ISBN 9788530994259. Disponível em:

<https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788530994259/>. Acesso em: 20 jun. 2023, p. 85.

²⁰³ SCHREIBER, Anderson. A Proibição de Comportamento Contraditório, 4ª edição. Grupo GEN, 2016. E-book. ISBN 9788597007152. Disponível em:

<https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788597007152/>. Acesso em: 22 jun. 2023, p. 62.

²⁰⁴ BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. Compra e venda de participações societárias de controle. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 355.

confiar nas declarações prestadas e almeja pleitear indenização a partir de seu descumprimento.

Esse comportamento contraditório desvirtuaria a relação de confiança entre as partes, fato que se caracterizaria como *venire contra factum proprium*.

Rodrigo Salton²⁰⁵ entende que é possível que a prática de *Sandbagging* seja caracterizada como *venire contra factum proprium* na medida em que seria contraditório uma parte que conhecia do vício pleitear indenização a partir dele.

Para avaliar a ocorrência de *venire contra factum proprium* na prática de *Sandbagging*, é necessário avaliar se o comprador de fato tinha certeza sobre a inveracidade da declaração e garantia e se o vendedor não tinha ciência sobre a falsidade da declaração prestada, a fim de preencher os requisitos elencados pelo autor Anderson Schreiber para a aplicação da proibição do comportamento contraditório: (i) o *factum proprium*, a conduta inicial; (ii) a legítima confiança da contraparte na manutenção dessa conduta; (iii) o comportamento contraditório, que viola a confiança depositada; (iv) o dano, ou potencial dano, em virtude da contradição²⁰⁶.

Caso o adquirente tivesse recebido uma informação incompleta ou incerta sobre a violação da declaração e garantia, é possível entender que não há um comportamento eminentemente contraditório de sua parte (requisito iii), uma vez que pode ter depositado maior confiança na declaração e garantia prestada pelo vendedor, - que tem maior capacidade de prestar declaração verdadeira sobre o ativo que detém controle -, do que na informação incompleta recebida que possivelmente indicava a falsidade da declaração.

Assim, não haveria uma conduta contraditória por parte do comprador ao pleitear indenização a partir de declaração que não tinha certeza se era falsa no momento da negociação.

Além disso, deve ser analisado se o vendedor tinha conhecimento da inveracidade da declaração e garantia prestada pois, caso soubesse, não há de se falar em violação da confiança depositada ou dano decorrente da contradição (requisito iii e iv), uma vez que o vendedor não pode ser enganado sobre questão que já sabia ser inverídica.

²⁰⁵ SALTON, Rodrigo. O Dever de Informar na Fase Pré-Contratual e as Operações de M&A. São Paulo: Quartier Latin, 2023, p. 287.

²⁰⁶ SALTON, Rodrigo. O Dever de Informar na Fase Pré-Contratual e as Operações de M&A. São Paulo: Quartier Latin, 2023, p. 85.

Portanto, é possível que seja aplicada a proibição ao comportamento contraditório à prática de *Sandbagging* caso estejam preenchidos os requisitos para sua caracterização no caso concreto.

4.2.2 Dolo omissivo

Caso uma parte obtenha conhecimento de que uma declaração prestada é inverídica e deixe de cumprir seu dever de informar à outra parte sobre sua descoberta, ou seja, caso pratique *Sandbagging*, poderia-se entender que estaria praticando dolo por omissão, uma vez que a conduta ocorre justamente quando uma parte deixa de cientificar a outra sobre informação adquirida.

Sobre o dolo omissivo, o Código Civil²⁰⁷ prevê expressamente: “Art. 147. Nos negócios jurídicos bilaterais, o silêncio intencional de uma das partes a respeito de fato ou qualidade que a outra parte haja ignorado, constitui omissão dolosa, provando-se que sem ela o negócio jurídico não se teria celebrado.”

Veja-se que o artigo do Código Civil exige a comprovação de que, sem a omissão dolosa, o negócio não teria sido celebrado. Conforme visto anteriormente (Capítulo 3.2), as declarações e garantias cumprem função de delimitar exatamente a partir de quais condições fáticas a operação de Fusão e Aquisição foi concluída. Portanto, eventual omissão dolosa envolvendo elemento tão central da operação certamente seria interpretado como determinante para a celebração do contrato.

No entanto, deve-se sempre analisar o caso concreto a fim de apurar se o negócio jurídico teria sido celebrado caso não ocorresse a omissão dolosa acerca da cláusula de declaração e garantia.

Segundo a professora Judith Martins-Costa²⁰⁸, dolo é decorrente de uma indução em erro, quando o agente provoca ou permite que o erro persista no consciente da vítima. O dolo pode ser observado quando o contrato é pactuado pois houve ardil artifício ou manobra, em função do qual o contratante declara sua vontade de forma diversa da qual declararia caso não houvesse o agir malicioso da

²⁰⁷ BRASIL. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil. Disponível em <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406compilada.htm> Acesso em 25/10/2022.

²⁰⁸ MARTINS-COSTA, Judith. Os Regimes do Dolo Civil no Direito Brasileiro: Dolo antecedente, vício informativo por omissão e por comissão, dolo acidental e dever de indenizar. Revista dos Tribunais. vol. 923/2012, Set 2012, p. 118.

contraparte. Há de haver, por parte do agente do dolo, uma vontade consciente e reprovável de enganar alguém.

A autora ensina que o agente do dolo altera a realidade, total ou parcialmente, por meio de atos comissivos ou omissivos, aptos a enganar a boa-fé subjetiva da vítima. Através dessa manobra, extrai-se um ato de disposição patrimonial, através do contrato^{209 210}.

Sobre omissão informativa, a autora²¹¹ difere entre a violação culposa do dever de informar e a violação dolosa. Afirma que quando há omissão informativa (que também abrange a deformação e lacunosidade na informação devida), faz-se necessário diferenciar entre a violação meramente culposa de um dever de informar, hipótese em que pode surgir responsabilidade pré-contratual, da infração dolosa ao dever de informar com lealdade e veracidade, conforme prevê o artigo 147 do Código Civil. Nessa segunda hipótese, o defeito atinge informação crucial para a formação da vontade de contratar. Assim, o dolo é resultado de manobras do deceptor, materializadas em palavras ou atos consistentes na omissão intencional de informações ou comunicação de circunstâncias que, segundo o princípio da boa-fé, deveriam ter sido informadas.

Pontes de Miranda assim define o instituto: “Dolo é o artifício ou o expediente astucioso, empregado para induzir alguém à prática de um acto jurídico, que o prejudica, aproveitando ao autor do dolo ou a terceiro.”²¹²

Para Planiol e Ripert²¹³, a conduta dolosa pode ser observada por afirmações mentirosas e manobras fraudulentas que visam disfarçar a realidade dos fatos sob uma falsa aparência.

²⁰⁹ *Ibid.*

²¹⁰ Em nota de rodapé, a autora pontua que a hipótese corresponde ao crime de estelionato no plano penal e cita: Azzali, Giampiero Titolo. Prospettive negoziali del delitto di truffa. *Rivista Italiana di Diritto e Procedura Penale*. anno XLI, p. 322 e ss. Milão: Giuffrè, abr.jun. 1998; Spolansky, Norberto Eduardo. *La estafa y el silencio*. Buenos Aires: Astrea, 1967. p. 52; Galdino de Siqueira bem esclarecendo: “pelo erro criado pelo agente, o sujeito passivo seja o próprio que *disponha* da coisa” (*Tratado de direito penal. Parte especial*. Rio de Janeiro: Konfino, 1951. vol. 2, p. 466).

²¹¹ MARTINS-COSTA, Judith. Os Regimes do Dolo Civil no Direito Brasileiro: Dolo antecedente, vício informativo por omissão e por comissão, dolo acidental e dever de indenizar. *Revista dos Tribunais*. vol. 923/2012, Set 2012, p. 118.

²¹² PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de direito privado*. Rio de Janeiro: Borsói, 1954. t. IV, § 449, p. 326.

²¹³ PLANIOL, Marcel. RIPERT, Georges. *Traité pratique de droit civil français. Obligations*. 2. ed. Paris: LGDJ, t. VI, 1952, p. 240.

Ou seja, o dolo é observado quando uma parte induz, de forma maliciosa e enganosa, a outra a pactuar contrato, a partir de cláusulas e condições que, caso não fosse a conduta moralmente reprovável do agente, não teria assim feito.

Sobre dolo omissivo decorrente do descumprimento do dever de informar, Humberto Theodoro Júnior²¹⁴ afirma que decorre de um dever recíproco de informação sobre qualquer circunstância relevante para o negócio, de maneira que nenhuma das partes pode guardar para si o conhecimento de tais circunstâncias. O descumprimento desse dever faz com que, mesmo não adotando manobras enganosas, a parte cometa dolo civil. Logo, sempre que o contratante se omita intencionalmente sobre circunstâncias essenciais para o consentimento da contraparte, está praticando silêncio desleal.

E Paulo Lôbo²¹⁵ ensina que o silêncio deve ser intencional, com o intuito de fazer com que a contraparte não tome conhecimento sobre fato ou circunstância que afastaria a conclusão do negócio. Afirma que o dolo pode ser oriundo da distorção dos fatos, da incompleta referência ou da alusão parcial.

Veja-se que o dolo pressupõe uma conduta eminentemente enganosa, que desvirtua as intenções firmadas no negócio jurídico.

Deve analisar primeiramente se o vendedor tinha ciência de que estava prestando declaração falsa, ou se tinha como ter acesso a informações que apontassem sua inverdade.

Também há de se apurar se o silêncio do comprador sobre a descoberta foi intencional. Por exemplo, caso o adquirente tenha ouvido um mero boato sobre a inveracidade da declaração e garantia prestada, talvez sua omissão não tenha sido com o propósito de enganar o vendedor, mas sim pois não deu importância à informação no momento que a recebeu. Ou seja, talvez o adquirente não tenha considerado a informação essencial para a formação da vontade do negócio, mas, após o fechamento da operação, o boato se concretizou e almeja receber reparação pela inverdade da declaração prestada.

Além disso, deve ser analisado se o negócio não seria concluído caso o comprador divulgasse a informação obtida. Por ser uma discussão que será feita após a conclusão do negócio, em ambiente litigioso, tal investigação pode se tornar

²¹⁴ THEODORO JÚNIOR, Humberto. Comentários ao novo Código Civil (LGL/2002/400). Livro III. Dos fatos jurídicos e do negócio jurídico. Arts. 138-141. 3. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2006, vol. III, t. I, p. 114.

²¹⁵ LÔBO, Paulo. *Direito civil. Parte geral*. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 280.

contaminada pelos interesses de cada parte, sendo difícil reconstruir o verdadeiro cenário de pactuação da operação. Contudo, caso exista algum tipo de prova que demonstre a irrelevância da informação no momento da pactuação do negócio, tal elemento seria essencial para afastar a hipótese de dolo omissivo.

Em geral, na hipótese do comprador descobrir informação que aponta a inverdade da declaração e garantia prestada e deixar de informar o vendedor acerca de sua descoberta, não se observa, *a priori*, uma conduta omissiva maliciosa e enganosa, que desvirtua as intenções consignadas pelas partes no contrato.

Poderia ser observado dolo caso o comprador iniciasse a negociação da cláusula de declaração e garantia já sabendo que a informação é falsa. Nessa hipótese, a conduta do comprador seria eminentemente dolosa, visto que estaria enganando o vendedor a prestar declaração sabidamente falsa com o intuito de obter vantagem econômica posteriormente por meio da indenização.

No que se refere ao vendedor, pode-se analisar se o ato de prestar declaração que sabe que é falsa constitui dolo omissivo, conforme explica Caio Oliveira²¹⁶, quando afirma que a declaração, bem como uma *representation*, tem como função induzir a parte a contratar, através de afirmações verdadeiras, completas e precisas, delimitando os motivos para a formação do contrato. Caso o declarante faz afirmações que sabe que são falsas, está praticando *fraudulent misrepresentation*, que no sistema jurídico brasileiro se aproxima à figura do dolo.:

Na hipótese usual, que é do vendedor prestar declaração sobre assunto de interesse do comprador, o adquirente promover *due diligence* e descobrir que a informação prestada não é verdadeira, fechar negócio mesmo assim e posteriormente pleitear indenização, não se observa uma eminente conduta enganosa por parte do comprador.

Não há omissão de informação essencial para o consentimento do vendedor para a realização do negócio jurídico. Principalmente pois recai sobre o vendedor o dever de informação verdadeira e completa. Se o adquirente descobriu que a contraparte não cumpriu o dever de informar, não parece caracterizar dolo de sua parte deixar de informar o vendedor que prestou declaração falsa.

²¹⁶ OLIVEIRA, Caio Raphael Marotti. A Cláusula *Pro-Sandbagging* (Conhecimento prévio) Contratos de Alienação de Participação Acionária. Orientadora Prof. Dr. Juliana Krueger Pela. Universidade de São Paulo, 2020.

Inclusive, se for constatado que o vendedor sabia que a declaração era falsa, poderia imputar a ele a prática de dolo omissivo.

Se o vendedor quiser argumentar omissão dolosa por parte do comprador, deve possuir meios de comprovar que não tinha conhecimento, nem tinha como saber, e a declaração prestada era falsa, sob pena de ser imputado ao próprio vendedor a prática de dolo omissivo.

Cada negociação e processo de fusão e aquisição possui suas próprias peculiaridades. Logo, não é possível formular resposta firme e concreta se a prática de *Sandbagging* configura conduta dolosa ou não, uma vez que a interpretação da conduta é extremamente casuística. Podendo ter hipóteses em que a conduta do comprador é eminentemente dolosa e outras em que o instituto jurídico não se enquadra.

4.2.3 Simulação

A simulação é a prática de ato ou negócio jurídico que esconde a verdadeira intenção das partes, de maneira que há uma declaração enganosa da vontade das partes²¹⁷. Há uma divergência entre o pretendido e o declarado.

O Código Civil²¹⁸ prevê que haverá simulação nos negócios jurídicos quando:

- “Art. 167 [...] I- aparentarem conferir ou transmitir direitos a pessoas diversas daquelas às quais realmente se conferem, ou transmitem;
- II - contiverem declaração, confissão, condição ou cláusula não verdadeira;
- III - os instrumentos particulares forem antedatados; ou pós-datados.”

A consequência da simulação é a nulidade do negócio jurídico, conforme art. 167 do Código Civil²¹⁹.

Portanto, em uma fusão e aquisição, caso ambas as partes soubessem da inveracidade da declaração e garantia prestada pelo vendedor, poderia ser questionada a possibilidade de tal fato se caracterizar como simulação, conforme o

²¹⁷ VENOSA, Sílvio de S. Direito Civil: Parte Geral. v.1. Grupo GEN, 2022. E-book. ISBN 9786559772650. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9786559772650/>. Acesso em: 20 jun. 2023, p.465.

²¹⁸ BRASIL. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil. <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/l10406compilada.htm>. Acesso em 20 de maio de 2023.

²¹⁹ Art. 167. É nulo o negócio jurídico simulado, mas subsistirá o que se dissimulou, se válido na substância e na forma. BRASIL. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil. <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/l10406compilada.htm>

inciso II do artigo 167 do Código Civil, uma vez que o contrato conteria uma declaração não verdadeira.

Contudo, conforme pontuam Camila Otani Nishi²²⁰ e Marcelo Trindade²²¹, tal argumento não procede pois carece de elemento central para a caracterização de simulação, que é a intenção de ludibriar terceiros.

Logo, não há de se falar em ocorrência de nulidade do negócio jurídico por simulação na hipótese de ambas as partes terem conhecimento sobre a inveracidade da declaração e garantia prestada.

4.2.4 Vício Redibitório e Evicção

Vícios redibitórios são defeitos ocultos que tornam a coisa imprópria para o fim que se destina, ou que lhe diminuem o valor²²².

Os vícios redibitórios estão previstos no artigo 441 do Código Civil²²³: “A coisa recebida em virtude de contrato comutativo pode ser enjeitada por vícios ou defeitos ocultos, que a tornem imprópria ao uso a que é destinada, ou lhe diminuam o valor.”

A evicção é a perda do bem, em virtude de sentença baseada em motivo jurídico anterior, de maneira que o comprador perde a propriedade ou posse do bem por conta de decisão judicial que reconhece o direito anterior de outra pessoa sobre o objeto²²⁴.

No contexto da evicção, o Código Civil²²⁵ prevê que: “Art. 457. Não pode o adquirente demandar pela evicção, se sabia que a coisa era alheia ou litigiosa.”

²²⁰ NISHI, Camila Otani. A Cláusula de *Sandbagging* em contratos de M&A. São Paulo: Quartier Latin, 2023, p. 111.

²²¹ TRINDADE, Marcelo. *Sandbagging* e as falsas declarações em alienações empresariais. In: CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de; AZEVEDO, Luis Andre; HENRIQUES, Marcus de Freitas (Org.). Direito societário, mercado de capitais, arbitragem e outros temas: homenagem a Nelson Eizirik. São Paulo: Quartier Latin, 2020, v. III, p.97.

²²² RIZZARDO, Arnaldo. Contratos. Grupo GEN, 2023. E-book. ISBN 9786559648153. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9786559648153/>. Acesso em: 20 jun. 2023. p. 160

²²³ BRASIL. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil. <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/l10406compilada.htm>. Acesso em 20 de maio de 2023.

²²⁴ RIZZARDO, Arnaldo. Contratos. Grupo GEN, 2023. E-book. ISBN 9786559648153. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9786559648153/>. Acesso em: 20 jun. 2023. p. 170.

²²⁵ BRASIL. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil. <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/l10406compilada.htm>. Acesso em 20 de maio de 2023.

Os vícios redibitórios e a evicção são as únicas normas explícitas sobre defeitos e vícios da coisa no direito brasileiro²²⁶. E, por inexistir previsão normativa no ordenamento jurídico pátrio sobre a prática de *Sandbagging*, autores como Giacomo Grezzana²²⁷ defendem que os artigos 441 e 457 do Código Civil devem ser utilizados para suprir essa lacuna, pois casos semelhantes deveriam receber tratamentos iguais.

Nesse sentido, desenvolve seu argumento no sentido de que o caráter oculto do vício, ou seja, a ausência de conhecimento do comprador sobre o defeito, é caráter essencial para que seja possível exigir as garantias previstas no Código Civil para os casos de vícios redibitórios e evicção²²⁸.

Logo, fazendo analogia com a prática de *Sandbagging*, se o comprador tinha conhecimento de que a declaração e garantia era falsa, não seria permitido pleitear reparação pelo descumprimento da declaração, uma vez que, tal como ocorre na hipótese de vícios redibitórios e evicção, é necessário que o adquirente desconheça da irregularidade para que possa obter reparação.

A partir desse raciocínio, o ordenamento jurídico brasileiro adotaria uma postura *Anti-Sandbagging*.

Contudo, existem óbices para a realização dessa analogia. Por exemplo, Rodrigo Salton²²⁹, ao ponderar sobre a possibilidade de aplicação da disciplina dos vícios redibitórios e evicção à análise da prática de *Sandbagging*, ressaltou que as duas disciplinas normativas são garantias jurídicas, de maneira que seu regime jurídico está sujeito a ponderações axiológicas muito específicas, e que não necessariamente são passíveis de serem generalizadas ou utilizadas como fonte de interpretação analógica.

Ademais, o autor Gabriel Buschinelli²³⁰ ensina que, no contrato de compra e venda de participação societária, a garantia por vícios redibitórios não engloba as condições patrimoniais da sociedade, razão pela qual não é admitido ao comprador exercer ações edilícias no caso de descoberta de defeito nos ativos da sociedade.

²²⁶ GREZZANA, Giacomo. Cláusula de irrelevância da ciência prévia do adquirente sobre a contingência da sociedade-alvo e alienação de participação societária (cláusula de irrelevância de ciência prévia - "sandbagging provisions"). Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários, São Paulo: Almedina, v. 11, 2020, p. 112.

²²⁷ *Ibid*, p. 113.

²²⁸ *Ibid*.

²²⁹ SALTON, Rodrigo. O Dever de Informar na Fase Pré-Contratual e as Operações de M&A. São Paulo: Quartier Latin, 2023, p. 287

²³⁰ BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. Compra e venda de participações societárias de controle. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 425.

Pontua que, além das ações não serem objeto do negócio jurídico, não é possível aplicar as regras dos vícios redibitórios pois os instrumentos normativos não são adequados à regulação dos interesses do comprador e do vendedor.

Portanto, a normativa dos vícios redibitórios e evicção é útil para se apurar a orientação geral do ordenamento jurídico pátrio em hipóteses semelhantes, contudo, não é uma resposta concreta para apurar de que forma o direito brasileiro recepcionaria a prática de *Sandbagging*.

5 ANÁLISE DA PRÁTICA INTERNACIONAL DA APLICABILIDADE DAS CLÁUSULAS DE *SANDBAGGING*

O uso de cláusulas de *Sandbagging* em processos de fusão e aquisição dependem da prática e costumes de cada país. Ademais, a forma com que o ordenamento jurídico de cada país recepciona as cláusulas influencia na sua frequência de pactuação. A seguir, será analisado com que frequência cada país acrescenta cláusulas de *Sandbagging* em contratos de fusão e aquisição e de que forma cada ordenamento jurídico as recepciona.

Em 2011, Richard E. Clark e Curtis A. Cusinato²³¹ levantaram as principais tendências de fusões e aquisições do Canadá. Foi constatado que as previsões de *Sandbagging* eram menos frequentes no Canadá se comparado aos Estados Unidos. No ano de 2011, enquanto 47% dos acordos de fusão e aquisição nos Estados Unidos possuíam previsão de *Sandbagging*, os canadenses tinham 31%. Além disso, que 21% dos acordos tinham cláusula de *Anti-Sandbagging*, enquanto 10% dos acordos tinham previsão *Pro-Sandbagging*.

Na Europa se observa uma tendência *Anti-Sandbagging*. Em 2015, o European Data Protection Supervisor (EDPS) registrou que somente 24% dos negócios se mantiveram silentes acerca da prática de *Sandbagging*, 47% possuíam previsão *Anti-Sandbagging* e 22% tinham cláusula de *Pro-Sandbagging*²³².

Em 2017, Troy Ungerman²³³ analisou diversos estudos sobre a prática de *Sandbagging* ao redor do mundo e levantou que 45% dos acordos de fusão e aquisição possuíam alguma previsão sobre *Sandbagging* no Canadá, Austrália e Estados Unidos. Observou também que 69% dos acordos feitos nos países da União Europeia possuíam cláusula de *Sandbagging*.

Dentre esses acordos, os da Austrália e União Europeia favoreciam cláusulas de *Anti-Sandbagging*, e os dos Estados Unidos e Canadá possuíam mais cláusulas de *Pro-Sandbagging*. Na Austrália, 70% dos acordos que possuíam cláusula de

²³¹ CLARK, Richard. CUSINATO, Curtis. Canadian M&A, Eleven Trends for 2011. Business Law Today, The ABA Business Law Section's Online Resource, p. 4.

²³² FELDMAN, Reid. Recent Trends in European SPAs and Comparisons with US Practice. Business Law International, vol. 17, no 3, September 2016.

²³³ UNGERMAN, Troy. Sandbagging in M&A - sandbagging around the world. 7 de dezembro de 2017. Disponível em <<https://www.deallawwire.com/2017/12/07/part-3-sandbagging-in-ma-sandbagging-around-the-world/>> Acesso em 31/10/2022.

Anti-Sandbagging previam que o conhecimento se restringia ao conhecimento de fato sobre a informação, ou seja, para invocar a cláusula de *Anti-Sandbagging*, o comprador teria que ter tido conhecimento concreto sobre a inveracidade da informação prestada²³⁴.

O entendimento jurisprudencial canadense não é claro se admite a prática de *Sandbagging* nas hipóteses em que o contrato é silente sobre o assunto²³⁵.

Em 2001, no caso *Eagle Resources Ltd. v. MacDonald*, 2001, ABCA 264, a Corte julgou de forma favorável ao comprador, permitindo a prática de *Sandbagging*, pois entendeu que o comprador não deveria ser proibido de executar um contrato mesmo que tivesse motivos para não confiar na veracidade da declaração e garantia prestada pelo vendedor.

Passando à América Latina, na Colômbia não há nenhuma regra que verse sobre cláusulas de *Sandbagging*²³⁶. Portanto, sua validade deve ser analisada conforme o regramento jurídico do país.

O Código Civil Colombiano prevê que as partes possuem autonomia de expressar sua vontade no contrato, a partir das quais as cláusulas contratuais pactuadas se tornam lei entre as partes, conforme artigo 1.602²³⁷. Assim, as cláusulas são válidas e vinculantes desde que não ofendam previsões de política pública²³⁸.

As partes possuem o direito de alocar os riscos no contrato da forma que entenderem necessárias, desde que não se trate de conduta dolosamente desleal, conforme artigo 1.522 do Código Civil Colombiano²³⁹. Tendo em vista que as cláusulas de Pro-Sandbagging e Anti-Sandbagging se tratam de uma alocação de risco entre as partes, conforme sua autonomia de contratar, não há, de plano, óbice

²³⁴ Norton Rose Fulbright Australia. Private M&A Deal Points Study 2015. Março/2016.

²³⁵ UNGERMAN, Troy. Sandbagging in M&A - Part 2. 30/11/2017. Disponível em <<https://www.deallawwire.com/2017/11/30/part-2-sandbagging-in-ma-is-silence-truly-golden/>> Acesso em 10/11/2022.

²³⁶ LONDOÑO, Ignacio. VALDERRAMA, Paola. PARRA, Juan. Garrigues, Pro-Sandbagging and anti-sandbagging clauses in M&A deals: regulation in Latin America. Abril de 2021, p.3.

²³⁷ "ARTICULO 1602. Todo contrato legalmente celebrado es una ley para los contratantes, y no puede ser invalidado sino por su consentimiento mutuo o por causas legales." Disponível em <https://www.oas.org/dil/esp/codigo_civil_colombia.pdf> Acesso em 27 de outubro de 2022.

²³⁸ LONDOÑO, Ignacio. VALDERRAMA, Paola. PARRA, Juan. Garrigues, Pro-Sandbagging and anti-sandbagging clauses in M&A deals: regulation in Latin America. Abril de 2021, p.3.

²³⁹ ARTICULO 1522. . El pacto de no pedir más en razón de una cuenta aprobada, no vale en cuanto al dolo contenido en ella, si no se ha condonado expresamente. La condonación del dolo futuro no vale. Disponível em <https://www.oas.org/dil/esp/codigo_civil_colombia.pdf> Acesso em 27 de outubro de 2022.

para a pactuação dessas cláusulas, salvo se houver manifesta conduta dolosa e antiética entre as partes.

Alguns Tribunais Arbitrais Colombianos já analisaram a existência de cláusulas de *Sandbagging* e não as declararam inválidas ou contrárias ao Ordenamento Jurídico Colombiano. Em 2006, em arbitragem envolvendo as partes Bancolombia S.A. vs Jaime Gilinski, o Tribunal entendeu que os vendedores podem ser responsabilizados por inverdades nas declarações e garantias prestadas, independentemente se envolvem questões que o comprador poderia ter tomado conhecimento por meio de *due diligence*.

Em 2011, arbitragem envolvendo Balcin Investments S.L et. al e Jairo Andrés Gutierrez et. al., o Tribunal Arbitral não invalidou cláusula contratual que previa que o direito do comprador receber indenização não era limitada pela realização de *due diligence* ou investigação conduzida durante negociação de SPA.

Muito embora cláusulas de *Sandbagging* não tenham sido invalidadas por Tribunais Arbitrais Colombianos, caso as partes optem por se manterem silentes sobre o assunto, há certo grau de incerteza se a prática seria aceita.

Por esse motivo, caso o vendedor queira resguardar seu direito de pleitear indenização, ainda que tenha descoberto informações que contrariem a cláusula de declaração e garantia, o mais certo a se fazer é negociar cláusula de *Pro-Sandbagging*.

5.1 Tendências estadunidenses na utilização de cláusulas de *Pró e Anti Sandbagging*

Desde 2005, a American Bar Association tem realizado estudo sobre pontos centrais nas negociações de M&A, chamado de Private Target Mergers and Acquisitions Deal Points Studies²⁴⁰.

No estudo de 2021, foram analisados 123 negociações de fusão e aquisição, com valores que variavam de 30 milhões a 750 milhões de dólares.

²⁴⁰ AVERY, Daniel. Sandbagging Provisions. 20/09/2022.

<<https://www.jdsupra.com/legalnews/sandbagging-provisions-updated-8228439/>> Acesso em 14 de outubro de 2022.

A tendência atual, observada nos contratos de fusão e aquisição, é de declínio da utilização das cláusulas de *Pro-Sandbagging*, as partes têm optado por se manterem silentes sobre o tema²⁴¹.

Em 2021, a American Bar Association (ABA) chegou ao resultado de que 29% dos contratos possuíam cláusula de *Pro-Sandbagging*, 2% dos contratos tinham cláusula de *Anti-Sandbagging* e 68% dos acordos se mantiveram silentes sobre o assunto²⁴².

No estudo de 2005, a ABA apurou que 56% dos contratos possuíam previsão de *Pro-Sandbagging*.

Portanto, o que se observa é que as partes têm optado por permanecer silentes quanto à prática de *Sandbagging*. Nos Estados Unidos, é a lei do estado que rege o contrato que determinará se a ausência de previsão sobre *Sandbagging* vai permitir ou vedar sua prática.

A maioria dos contratos de fusões e aquisições são regidos pela legislação de Nova York. O caso *CBS inc. v. Ziff-Davis Publishing Co. et. al*²⁴³, foi caso paradigma para a análise da prática de *Sandbagging* em contratos que não possuíam previsão para tanto. A questão central de análise é se o comprador acreditava que estava adquirindo a promessa de veracidade da declaração prestada. Ou seja, se o comprador confiou na declaração prestada pelo vendedor.

No caso *CBS inc. v. Ziff-Davis*, o vendedor prestou declaração e garantia sobre a veracidade de certas questões financeiras sobre a empresa. Essas declarações foram questionadas pelo comprador depois da assinatura do contrato, mas antes do fechamento, a partir de *due diligence* realizada pelo próprio adquirente. O vendedor afirmou que o questionamento do comprador não tinha coerência com a realidade.

Após o fechamento do contrato, o comprador processou o vendedor, alegando que o vendedor tinha descumprido a cláusula de declaração e garantia prestada, no que se refere à lucratividade das empresas adquiridas.

²⁴¹ *ibid.*

²⁴² ABA Private Target Mergers and Acquisitions Deal Points Studies. Disponível em: <https://www.goulstonstorr.com/content/uploads/2022/04/Sandbagging-Provisions-2021.pdf>. Acesso em 7 de junho de 2023.

²⁴³ *CBS Inc. v. Ziff-Davis Publishing Co. et. al*, 553 N.E.2d 997 (1990).

A Corte de Nova York determinou que a discussão era se o comprador acreditava que estava adquirindo, como parte da transação em questão, a garantia do vendedor acerca da veracidade da informação fornecida pelo vendedor.

No caso *Ziff-Davis*, a Corte entendeu que o comprador estava adquirindo companhias que acreditava ser de determinado valor, com base em informações prestadas pelo vendedor e que garantiu que eram verdadeiras. Portanto, o comprador estava de fato adquirindo a promessa acerca da veracidade da declaração, o que tornou válido o pleito da requerente de buscar indenização.

Em outros casos julgados em Nova York, a discussão sobre se o comprador estava de fato adquirindo a promessa sobre a veracidade de uma declaração prestada foi aprofundada.

No caso *Galli v. Metz*²⁴⁴, a Corte entendeu que se um vendedor informa algum problema na cláusula de declaração e garantia, o comprador deveria ser impedido de promover litígio após o fechamento pois, tendo em vista a informação prestada pelo vendedor, o comprador não pode argumentar que estava adquirindo a veracidade daquela declaração:

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

Em tradução:

quando um comprador fecha contrato com completo conhecimento e aceitação de que os fatos prestados pelo vendedor são falsos e constituem violação da cláusula de declaração e garantia conforme os termos do contrato, o comprador não deveria poder posteriormente invocar o descumprimento da cláusula. Nessas hipóteses, a não ser que o comprador tenha expressamente preservado seus direitos de invocar a cláusula [mesmo sabendo de sua falsidade] (como ocorreu no caso Ziff-Davis), nós entendemos que o comprador renunciou seu direito de alegar violação da cláusula.

Entretanto, no caso *Galli*, a Corte consignou que caso uma terceira pessoa tivesse prestado a informação, ou se a informação em questão é de conhecimento comum, o comprador poderia ter um argumento mais plausível.

A Corte de Nova York, na análise do caso *Rogath v. Siebenmann*²⁴⁵, sob o qual havia aplicação da UCC (Uniform Commercial Code), constou que a fonte da informação é relevante, pontuando que “what the buyer knew and whether he got

²⁴⁴ *Galli v. Metz*, 973 F.2d 145 (2d Cir. 1992)

²⁴⁵ *Rogath v. Siebenmann*, 129 F.3d 261, 265 (2d Cir. 1997).

that knowledge from the seller are critical questions”, em tradução “o que o comprador sabia e se ele obteve essa informação por meio do vendedor é uma questão crítica”.

No caso *Gusmao v. GMT Group, Inc.*²⁴⁶, julgado pela US District Court of the Southern District of New York, os julgadores entenderam que, caso o comprador tome conhecimento de fatos que indiquem a violação de uma declaração e garantia, é necessário que o adquirente ressalve seus direitos antes de prosseguir com o negócio. Caso não o faça, será considerado que o comprador renunciou tacitamente ao seu direito de ser reparado.

O que se observa a partir da análise de julgados da Corte de Nova York sobre a prática de *Sandbagging* quando o contrato é silente sobre o assunto é que o tema envolve diversas variáveis. Dentre elas, as mais importantes são a extensão do conhecimento da informação pelo vendedor e a partir de qual meio ele a obteve.

Daniel Avery²⁴⁷ pontua que os casos julgados pela Corte de Nova York não abordam todas as questões que podem surgir em determinado litígio envolvendo operações de M&A. Exemplifica que, se uma frase em um documento escondido em caixas cheias de documentos fornecidos ao comprador consta informação que demonstra a violação da cláusula de declaração e garantia, mas se esse comprador não observou essa frase, esse comprador sabia que a declaração não era verdadeira e, o documento com a frase constitui informação prestada pelo vendedor?

Já o estado de Delaware é conhecido por ser *Pro-Sandbagging*. Em 2015, o Vice Chancellor Laster, da Suprema Corte de Delaware, afirmou em sessão que “Delaware is what is affectionately known as a ‘*Sandbagging*’ state.²⁴⁸”, em tradução livre, Delaware é carinhosamente apelidado de o estado do *Sandbagging*.

Em outra decisão, Vice-Chancellor Strine²⁴⁹ afirmou que um comprador não tem que estabelecer confiança justificável para invocar descumprimento do contrato de compra e venda e, tendo em vista que a confiança é o elemento que gera o

²⁴⁶ *Gusmao v. GMT Group, Inc.*, 06 Civ. 5113 (GEL), 10 (S.D.N.Y: Aug. 1, 2008).

²⁴⁷ AVERY, Daniel. *Sandbagging Provisions*. 20/09/2022.

<<https://www.jdsupra.com/legalnews/sandbagging-provisions-updated-8228439/>> Acesso em 14 de outubro de 2022.

²⁴⁸ *NASDI Holdings v. North Am. Leasing*, No. 10540-VCL, slip op. at 57 (Del. Ch. Oct. 23, 2015).

²⁴⁹ *Cobalt Operating LLC v. James Crystal Enters., LLC*, 2007 WL 2142926, at *28 (Del. Ch. July 20, 2007), *aff'd without op.*, 945 A.2d 594 (Del. 2008).

problema para o comprador buscando praticar *Sandbagging*, essa decisão é conhecida por ser *Pro-Sandbagging*.

Em 2005, no caso envolvendo as partes Interim Healthcare, Inc. u. Spherion Corp²⁵⁰, a Corte Superior de Delaware entendeu que o conhecimento obtido pelo comprador durante sua *due diligence* de que a declaração e garantia prestada pelo vendedor era falsa, não prejudicava seu direito de invocar a cláusula de declaração e garantia²⁵¹. A corte pontou que “[r]eliance is not an element of [a] claim for indemnification [arising from a breach of contract]”. Em tradução: “confiança não é um elemento necessário para a parte obter indenização em virtude da violação da cláusula de declaração e garantia.”

Portanto, muito embora o acordo não tivesse previsão expressa sobre a prática de *Sandbagging*, a Corte entendeu que o conhecimento prévio ao fechamento do negócio, por parte do comprador, não obsta o seu pleito de reconhecimento da violação da garantia.

Ocorre que a fama do estado de Delaware ser *Pro-Sandbagging* deixava as partes confortáveis em não pactuarem cláusula sobre o assunto. O pensamento comum entre muitos compradores é que, se Delaware é um estado *Pro-Sandbagging*, por que utilizar capital de negociação para pactuar uma cláusula desnecessária?²⁵².

Contudo, o artigo publicado pela American Bar Association²⁵³ mostrou que esse pensamento não é tão certo assim. Isso se dá por conta de uma decisão proferida pela Suprema Corte de Delaware, no caso *Eagle Force Holdings, LLC v. Sanley Campbell*²⁵⁴. Nessa oportunidade, a opinião majoritária pontuou que há um debate sobre se o comprador pode pleitear indenização por violação à declaração e garantia se o adquirente já sabia no momento da assinatura do contrato que essa representação não era verdadeira. Essa questão não foi analisada de frente pela Corte pois não era a questão central do caso sob julgamento.

²⁵⁰ Interim Healthcare, Inc. v. Spherion Corp., 884 A.2d 513, 548 (Del. Super. Ct.2005)

²⁵¹ SHADDEN, Stacey A. How to *Sandbag* your opponent in the unsuspecting world of high stakes acquisitions. p. 471.

²⁵² DURAN, Sara Garcia. JAMAL, Sacha. Possible Shift in Delaware Law: Buyer’s Silence on Sandbagging is Not Golden. 28 de Setembro de 2022.

<https://www.americanbar.org/groups/business_law/publications/blt/2018/09/07_duran/> Acesso em 20/10/2022.

²⁵³ *Ibid.*

²⁵⁴ Eagle Force Holdings, LLC v. Campbell, C.A. No 10803-VCMR at 47, n. 185 (Del. May 24, 2018).

Portanto, o que se pode observar é que a tendência é exigir que o comprador tenha depositado certo grau de confiança na declaração e garantia prestada para que possa pleitear indenização pelo seu descumprimento no futuro. Contudo, tal entendimento pode variar conforme o posicionamento de cada estado e a análise do caso concreto.

6 CONCLUSÃO

O presente estudo permite concluir que a livre pactuação de cláusulas de *Pro-Sandbagging* e *Anti-Sandbagging* está de acordo com os princípios gerais do direito brasileiro, em especial o princípio da boa-fé e o da liberdade contratual. A inclusão de cláusulas de *Sandbagging* ocorre no contexto das fusões e aquisições, em que as partes são altamente qualificadas e amparadas por equipe jurídica especializada. Logo, não há fundamento para obstar a efetividade de uma cláusula livremente pactuada entre partes paritárias.

Portanto, as partes podem pactuar uma cláusula que permite que o comprador obtenha indenização a partir do descumprimento da cláusula de declaração e garantia, independentemente do seu conhecimento prévio acerca de sua inveracidade, a cláusula de *Pro-Sandbagging*.

Concomitantemente, também é permitido que as partes incluam no contrato cláusula que afasta o direito do comprador de ser indenizado pelo descumprimento de uma declaração e garantia, caso venha a ser apurado seu conhecimento prévio sobre a falsidade da declaração, a cláusula de *Anti-Sandbagging*.

Contudo, conforme observado no presente trabalho, é incomum que as partes incluam uma cláusula de *Sandbagging* no contrato de compra e venda, seja por desnecessidade, por não querer gastar capital negocial com isso, para não criar conflitos, ou até mesmo para não levantar suspeitas na contraparte.

No que se refere aos contratos silentes sobre o assunto de *Sandbagging*, a ausência de previsão legislativa e jurisprudencial acerca da prática torna sua admissibilidade casuística. Nesse sentido, o trabalho concluiu que é necessário analisar as regras gerais do ordenamento jurídico pátrio a fim de determinar a licitude da prática de *Sandbagging* no caso concreto.

Em especial, cumpre verificar a possível violação ao princípio da boa-fé por parte do comprador, ao omitir informação que indica a inveracidade da declaração e garantia durante a negociação.

Para realizar uma análise concreta dessa possível violação, foi desenvolvido no trabalho quatro critérios basilares para a análise da admissibilidade da prática de *Sandbagging*: (i) o momento em que o comprador obteve a informação que indicava a falsidade da declaração; (ii) a extensão do conhecimento da informação e seu grau

de relevância; (iii) de que forma o comprador obteve a informação; e (iv) o conhecimento do vendedor sobre a falsidade da declaração prestada.

Concluiu-se que, se o comprador obteve a informação antes da pactuação da cláusula de declaração e garantia, há iminente violação ao princípio da boa-fé, uma vez que a negociação estava maculada desde o início. Ou seja, não pode uma parte pactuar uma cláusula que desde o princípio sabe que é falsa com o propósito de futuramente obter uma indenização a partir de sua inveracidade. Tal conduta é de fato desleal e configura abuso de direito.

Em segundo lugar, a extensão do conhecimento da informação e seu grau de relevância são cruciais para determinar a real intenção do comprador. Em outras palavras, é possível que o comprador não tenha dado tanta relevância à informação obtida, seja porque a recebeu de uma fonte que não era confiável, ou porque a informação por si só era incompleta. Nesse contexto, o comprador pode ter confiado mais na declaração e garantia, - proveniente da parte que tem maior acesso à empresa alvo e que possui o dever de prestar declaração completa e verdadeira -, do que na informação incompleta ou pouco confiável que recebeu.

Nesses casos, é possível a admissibilidade do pleito do comprador de obter indenização frente ao descumprimento da declaração e garantia, ainda que o adquirente soubesse de indícios que possivelmente indicassem a inveracidade da declaração no momento da negociação.

No que se refere à forma que o comprador obteve a informação, o trabalho concluiu que, caso o adquirente tenha obtido a informação por meio de esforços e dispêndio de recursos próprios, como, por exemplo, através da *due diligence*, é possível que se entenda que não há dever de informar de sua parte.

Isso pois, caso o comprador fosse obrigado a transmitir a informação ao vendedor, haveria um grande desincentivo à parte adquirente de realizar *due diligence* de qualidade, visto que o conhecimento adquirido poderia implicar na renúncia ao direito de ser reparado. Ademais, discute-se a necessidade de prestar informação frente o descumprimento por parte do vendedor de prestar declaração verdadeira.

Portanto, o trabalho concluiu que, em determinados casos, é possível que se reconheça o direito do comprador ser indenizado pelo descumprimento de cláusula de declaração e garantia que sabia ser falsa no momento da negociação, caso a informação que indicava a inveracidade tenha sido obtida por meio de *due diligence*.

No que se refere à quarta questão, foi analisada a hipótese do vendedor ter conhecimento sobre a falsidade da declaração e garantia prestada. Nesse cenário, foi concluído no trabalho que não há conduta desleal do comprador que deixa de informar o vendedor sobre o descumprimento de declaração que sabe ser falsa, pois o vendedor não poderia ser enganado por fato que era de seu conhecimento.

Ademais, o trabalho concluiu que, caso o comprador tome conhecimento de fato concreto capaz de ensejar a anulação do negócio e conclua a operação sem realizar qualquer tipo de ressalva, é possível que seja aplicado o instituto de confirmação tácita de negócio jurídico anulável, constante nos artigos 172 a 175 do Código Civil, afastando a possibilidade do comprador obter reparação pelo descumprimento da declaração e garantia.

Também foram exploradas possíveis normativas aplicáveis à interpretação da prática de *Sandbagging*, como o dolo omissivo, simulação, vício redibitório e evicção.

Quanto ao dolo omissivo, o trabalho concluiu que, via de regra, na prática de *Sandbagging* não se observa conduta eminentemente omissiva maliciosa e enganosa, que desvirtua as intenções consignadas pelas partes no contrato, capaz de tornar apta a configuração do ato como dolo omissivo.

Contudo, caso o comprador inicie a negociação da declaração e garantia já tendo conhecimento sobre a falsidade do que estava sendo declarado, é possível que seja considerado que o adquirente induziu de forma enganosa o vendedor em erro, caracterizando o dolo omissivo.

O trabalho concluiu que não se aplica a disciplina da simulação na hipótese do vendedor e do comprador saberem da inveracidade da declaração e garantia prestada pois, para ser caracterizada a simulação, é necessário que haja a intenção de ludibriar terceiros, o que não ocorre nesse caso.

Quanto à aplicabilidade da disciplina dos vícios redibitórios e evicção para interpretar a prática de *Sandbagging*, estudou-se a possibilidade de realizar uma analogia com esses dois institutos.

No que se refere aos vícios redibitórios, o argumento seria de que o vício teria que ser oculto para que o comprador pudesse obter reparação. Em relação à prática de *Sandbagging*, se o adquirente sabia que a declaração e garantia era falsa, logo o vício não era oculto e não seria possível obter reparação pelo seu descumprimento.

Em relação à evicção, a tese arguida seria a de aplicar ao *Sandbagging* o entendimento do artigo 457 do Código Civil: “Não pode o adquirente demandar pela evicção, se sabia que a coisa era alheia ou litigiosa.”.

Traçando um paralelo à prática de *Sandbagging*, o argumento seria que, como o comprador sabia que a declaração era falsa, não seria possível demandar indenização pelo seu descumprimento.

Contudo, o trabalho concluiu que a normativa da evicção e dos vícios redibitórios possuem aplicabilidades específicas e que não são passíveis de serem generalizadas ou utilizadas como fonte de interpretação analógica.

Logo, a conclusão do presente trabalho é a de que a admissibilidade da prática de *Sandbagging* deve ser feita à luz do princípio da boa-fé, do dever de informar e da liberdade contratual, analisando-se caso a caso as reais intenções do comprador, o seu nível de conhecimento sobre a inveracidade da declaração e garantia prestada, bem como a capacidade do vendedor ter conhecimento sobre a falsidade da declaração que prestou.

Por fim, foi feita uma análise global do uso das cláusulas de *Sandbagging*. Concluiu-se que a frequência do uso de cláusulas de *Sandbagging* depende da prática e da forma com que o direito do país que rege o contrato as recepciona. Em locais com interpretação contrária à prática de *Sandbagging*, há maior número de cláusulas *Pro-Sandbagging*, enquanto em países que possuem o entendimento majoritário *Anti-Sandbagging*, há um maior estímulo para que as partes optem por incluir cláusula *Pro-Sandbagging*.

Portanto, conclui-se que são plenamente válidas as cláusulas de *Pro-Sandbagging* e *Anti-Sandbagging*, devendo ser respeitadas as previsões contratuais pactuadas por partes paritárias e especializadas. Já no que se refere à prática de *Sandbagging*, a sua admissibilidade dependerá da análise da real intenção do comprador e sua extensão de conhecimento sobre a inveracidade da declaração e garantia. Logo, o principal óbice para o reconhecimento do direito do comprador de ser indenizado por declaração que sabia ser falsa antes da conclusão do negócio será a possível violação ao princípio da boa-fé.

REFERÊNCIAS

- ABA, American Bar Association. **Private Target Mergers and Acquisitions Deal Points Studies**. Disponível em: <https://www.goulstonstorrs.com/content/uploads/2022/04/Sandbagging-Provisions-2021.pdf>. Acesso em 7 de junho de 2023.
- ABLA, Maristela S. **Sucessão Empresarial: Declarações e Garantias – o Papel da Legal Due Diligence**. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro S. Reorganização Societária. São Paulo: Quartier Latin, 2005.
- Abry Partners V, L.P. v. F&W Acquisition, LLC, 891 A.2d 1032 (Del. Ch. 2006)
- AGUIAR JÚNIOR, Ruy Rosado. **Lições de Teoria Geral das Obrigações**. FRADERA, Vera Jacob de; MARTINS-COSTA, Judith (org.). Estudos de Direito Privado e processo civil: em homenagem a Clóvis do Couto e Silva. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2014.
- AMARAL, Francisco. **Direito Civil: Introdução**, 10ª edição. São Paulo: Saraiva, 2018.
- ANTUNES, José Engrácia. **A empresa como objeto de negócios**. Disponível em <<https://portal.oa.pt/upl/%7B93b87892-4d63-4648-9016-fdcc362c9e3f%7D.pdf>> Acesso em 31/10/2022.
- EVERY, Daniel R. **Trends in M&A Provisions: Sandbagging and Anti-Sandbagging provisions**. Disponível em <<https://www.goulstonstorrs.com/whats-market-blog/trends-in-ma-provisions-sandbagging-and-anti-sandbagging-provisions>> Acesso em 19/10/2022
- AYRES, Ian; KLASS, Gregory. **Insincere Promises: The law of misrepresented intent**, 2006.
- AZEVEDO, Antônio Junqueira de. **Princípios do Novo Direito Contratual e Desregulamentação do Mercado, Direito de Exclusividade nas Relações Contratuais de Fornecimento, Função Social do Contrato e Responsabilidade Aquiliana do Terceiro que Contribui para Inadimplemento Contratual**, In Estudos e Pareceres de Direito Privado, São Paulo, Saraiva, 2004.
- BAINBRIDGE, Stephen M. **Mergers and Acquisitions**. 3rd ed. New York: Thomson Reuters Foundation Press, 2012.
- Batty v. Arizona State Dental Bd., 57 Ariz. 239, 254, 112, P .2d 870, 877 (1941).
- BENETTI, Giovana Valentiniano. **Dolo por omissão no direito civil brasileiro: fundamentos, requisitos e efeitos**. Tese de doutorado. Orientador Professor Dr. Francisco Paulo de Crescenzo Marino. São Paulo: Universidade de São Paulo, 2018.
- BENETTI, Giovana. **Dolo no direito civil: uma análise da omissão de informações**. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 271. In: SALTON, Rodrigo. O Dever de Informar na Fase Pré-Contratual e as Operações de M&A. São Paulo:

Quartier Latin, 2023.

BEVILÁQUIA, Clovis. **Código Civil dos Estados Unidos do Brasil Comentado**. 6 ed. Rio de Janeiro: Francisco Aves, 1940.

BOTREL, Henrique Barbosa Sérgio. **Novos temas de Direito e Corporate Finance**. São Paulo: Quartier Latin, 2019. KALANSKY, Daniel Kalansky e BIONDI, Rafael. Sandbagging Clauses nas Operações de Fusões e Aquisições (M&A).

BRASIL. Lei n. 10.406 de 2002. **Código Civil**. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/L10406.htm>. Acesso em 7 de outubro de 2022.

BRASIL. Lei n. 3.071 de 1916. **Código Civil** dos Estados Unidos do Brasil. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L3071.html>. Acesso em 7 de outubro de 2022.

BRASIL. Lei n. 6.404 de 1976. **Dispõe sobre as Sociedades por Ações**. Disponível em <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm> Acesso em 17.10.2022

BRASIL. Lei nº 13.874, de 20 de setembro de 2019. **Declaração de Direitos de Liberdade Econômica**; estabelece garantias de livre mercado. Disponível em <https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2019/lei/L13874.htm>. Acesso em 15 de junho de 2023.

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

CBS Inc. v. Ziff-Davis Publishing Co. et. al, 553 N.E.2d 997 (1990).

CLARK, Richard. CUSINATO, Curtis. **Canadian M&A, Eleven Trends for 2011. Business Law Today**, The ABA Business Law Section's Online Resource.

Cobalt Operating LLC v. James Crystal Enters., LLC, 2007 WL 2142926, at *28 (Del. Ch. July 20, 2007), aff'd without op., 945 A.2d 594 (Del. 2008).

COELHO, Fábio U. **Curso de Direito Comercial**, v.3. São Paulo: Saraiva, 2002.

COLE, Brandon. **Knowledge is not necessarily power: sandbagging in New York M&A transactions**. Brandon Cole, J.D. / M.B.A. Candidate, University of Iowa, 2017; B.B.A., University of Iowa, 2013.

CONSELHO DA JUSTIÇA FEDERAL. **I Jornada de Direito Comercial**. 2013.

Disponível em:

<<http://www.cjf.jus.br/cjf/corregedoria-da-justica-federal/centro-de-estudos-judiciarios-1/publicacoes-1/jornadas-de-direito-comercial/livreto-i-jornada-de-direito-comercial.pdf>>. Acesso em 7 de outubro de 2022.

CORDEIRO, António Menezes. **Tratado de Direito Civil, XI, Contratos em especial**, 1º parte. Almedina, Coimbra, 2018.

COSTA, Judith M. **A boa-fé no direito privado: critérios para a sua aplicação**. Editora Saraiva, 2018. E-book. ISBN 9788553601622. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788553601622/>. Acesso em: 20 jun. 2023.

COUTINHO, Sergio M. B. **Fusões e Aquisições**, 4a Ed. São Paulo: Saraiva, 2016.

COUTO E SILVA, Clovis V. **A obrigação como processo**. São Paulo: FGV, 2017. 11 Ed.

DURAN, Sara Garcia. JAMAL, Sacha. **Possible Shift in Delaware Law: Buyer's Silence on Sandbagging is Not Golden**. 28 de Setembro de 2022. <[https://www.americanbar.org/groups/business_law/publications/blt/2018/09/07_dur an/](https://www.americanbar.org/groups/business_law/publications/blt/2018/09/07_dur_an/)> Acesso em 20/10/2022.

Eagle Force Holdings, LLC v. Campbell, C.A. No 10803-VCMR at 47, n. 185 (Del. May 24, 2018).

ENERI, José Virgílio Lopes. **Project Finance: financiamento com foco em empreendimentos (parcerias público-privadas, 'leveraged buy-outs' e outras figuras afins)**. São Paulo: Saraiva, 2007.

FELDMAN, Reid. **Recent Trends in European SPAs and Comparisons with US Practice**. Business Law International, vol. 17, no 3, September 2016.

FLEISCHER, Holger. **Informationsasymmetrie im Vertragsrecht**, p. 297. In: NISHI, Camila Otani. **A Cláusula de Sandbagging em contratos de M&A**. São Paulo: Quartier Latin, 2023. In: NISHI, Camila Otani. **A Cláusula de Sandbagging em contratos de M&A**. São Paulo: Quartier Latin, 2023.

FORGIONI, Paula A. **Contratos Empresariais: teoria e aplicação**. 2º ed. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2016.

FRADERA, Vera Jacob de. **Informar ou não informar nos contratos, eis a questão!**; MARTINS-COSTA, Judith (org.). **Estudos de Direito Privado e processo civil: em homenagem a Clóvis do Couto e Silva**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2014. In: SALTON, Rodrigo. **O Dever de Informar na Fase Pré-Contratual e as Operações de M&A**. São Paulo: Quartier Latin, 2023.

FULBRIGHT AUSTRALIA, Norton Rose. **Private M&A Deal Points Study 2015**. Março/2016.

Galli v. Metz, 973 F.2d 145 (2d Cir. 1992).

GOMES, José Ferreira. **M&A: Aquisição em Empresas e de Participações Sociais**. Lisboa: AAFDL Editora, 2022, p. 174. In: SALTON, Rodrigo. **O Dever de Informar na Fase Pré-Contratual e as Operações de M&A**. São Paulo: Quartier Latin, 2023.

GOMES, Orlando. **Contratos**. Rio de Janeiro: Forense, 26ª edição, 2009.

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

GREZZANA, Giacomo. **Cláusula de irrelevância da ciência prévia do adquirente sobre a contingência da sociedade-alvo e alienação de participação societária (cláusula de irrelevância de ciência prévia - “sandbagging provisions”)**.

Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários, São Paulo: Almedina, v. 11, 2020.

Gusmao v. GMT Group, Inc., 06 Civ. 5113 (GEL), 10 (S.D.N.Y: Aug. 1, 2008).

HARPER, Douglas. Online **Etymology Dictionary** <http://www.etymonline.com/index.php?allowed_in_frame=0&search=sandbag&searchmode=none> (acesso em Setembro de 2022)

Hill v. Jones, da Arizona Court of Appeals (151 Ariz. 81, 725 P.2d 1115, de 1986)

INSTITUTE, Corporate Finance. **Mergers & Acquisitions (M&A)**. 18.02.2022.

Disponível em

<<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/deals/mergers-acquisitions-ma/>> Acesso em 17.10.2022.

IOVINE III, Luke P. **Sandbagging In M&A Deals: Silence May Not Be Golden**, 16 M & A LAW. 10, 2012.

JASTRZEBKI, Jacek. **“Sandbagging” and the Distinction Between Warranty Clauses and Contractual Indemnties**, UC Davis Business Law Journal, 2019.

Johnson v. Davis, 480 S0 .2d 625, 629 (Fla. 19850).

KELLY, Brent, **“What is the Origin of the Term ‘Sandbagger’? “Your Guide to Golf**. Disponível em <http://golf.about.com>. Acesso em 8 de outubro de 2022.

KPMG. **Pesquisa de Fusões e Aquisições**, 2021. Disponível em:

<<https://kpmg.com/br/pt/home/insights/2022/03/volume-fusoes-aquisicoes-alcancou-recorde-2021.html>> Acesso em 19 de junho de 2023.

Leigh v. Loyd, 74 Ariz. 84, 87, 244 P .2d 356,358 (1952).

Lingsch v. Savage, 213 Cal.App.2d 729, 735, 29 Cal.Rptr. 201, 204 (1963).

LIPSHAW, Jeffrey M. **Of Fine Lines, Blunt Instruments, and Half-Truths: Business Acquisition Agreements and the Right to Lie**. v.2, Dec. 22, 2006.

LÔBO, Paulo. **Direito civil. Parte geral**. São Paulo: Saraiva, 2009.

LONDOÑO, Ignacio. VALDERRAMA, Paola. PARRA, Juan. Garrigues, **Pro-Sandbagging and anti-sandbagging clauses in M&A deals: regulation in Latin America**. Abril de 2021.

Lufty v. R.D. Roper & Sons Motor Co., 57 Ariz. 495, 506, 115 P.2d 161, 166 (1941).

Lynn v. Taylor, 7 Kan.App.2d at 371, 642 P.2d at 134-55.

MARTINS-COSTA, Judith; NITSCHKE, Guilherme Carneiro M. **Direito Privado na Lei da Liberdade Econômica: Comentários**. (Coleção IDiP). Grupo Almedina (Portugal), 2022. E-book. ISBN 9786556276342. Disponível em:

<https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9786556276342/>. Acesso em: 15

jun. 2023.

MARTINS-COSTA, Judith. **A boa-fé no direito privado: critérios para sua aplicação**. 2ª edição. São Paulo: Saraiva, 2018.

MARTINS-COSTA, Judith. **Os regimes do dolo civil no Direito Brasileiro: dolo antecedente, vício informativo por omissão e por comissão, dolo acidental e dever de indenizar**. Revista dos Tribunais, nº 923, 2012. In: SALTON, Rodrigo. O Dever de Informar na Fase Pré-Contratual e as Operações de M&A. São Paulo: Quartier Latin, 2023.

MENDES-MEDEIROS, Mariana. **Cláusulas de Declarações e Garantias nos Contratos Internacionais de Aquisição de Empresas ou de Ativos**. 292 f. Dissertação de Mestrado. Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. Orientador Prof. Dr. Luiz Olavo Baptista. São Paulo, 2006, p. 178. In: SALTON, Rodrigo. O Dever de Informar na Fase Pré-Contratual e as Operações de M&A. São Paulo: Quartier Latin, 2023.

MEYER, Andreas H. LÖWE, Henning. **Allgemeine Rahmenregelungen zu Garantien in Unternehmenskaufverträgen, in Handbuch Streitigkeiten beim Unternehmenskauf, M&A Litigation**, org. Kim Lars Mehrbrey, Carl Heymanns Verlag, Colônia, 2018.

MIRAGEM, Bruno. **Direito Civil - Direito das Obrigações**. Grupo GEN, 2021. E-book. ISBN 9788530994259. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788530994259/>. Acesso em: 20 jun. 2023.

MIZIOLEK, Aleksandra. ANGELAKOS, Dimitrios. **Sandbagging, From Poker to the World of Mergers and Acquisitions**. June, 2013.

NASDI Holdings v. North Am. Leasing, No. 10540-VCL, slip op. at 57 (Del. Ch. Oct. 23, 2015).

National Housing Indus. Inc. v. E.L. Jones Dev. Co., 118 Ariz. 374, 379, 576 P .2d 1374, 1379 (1979).

NISHI, Camila Otani. **A Cláusula de Sandbagging em contratos de M&A**. São Paulo: Quartier Latin, 2023.

NOVAIS, Raquel. **El derecho anglosajón y los contratos de M&A regidos por la legislación brasileña**. 1 Ed. Lima: Instituto Peruano de Arbitraje, 2015.

OLIVEIRA, Caio Raphael Marotti. **A Cláusula Pro-Sandbagging (Conhecimento prévio) Contratos de Alienação de Participação Acionária**. Orientadora Prof. Dr. Juliana Krueger Pela. Universidade de São Paulo, 2020.

Ollerman v. O'Rourke Co., 94 Wis.2d 17, 288 N.W .2d 95 (1980).

ORSI, Ademar. **Aquisição de empresas para incorporação de conhecimento: dimensões de análise e indicadores de resultados**. Rio de Janeiro, 2005.

PARGENDLER, Mariana; PORTUGAL GOUVÊA, Carlos. **As diferenças entre Declarações e Garantias e os Efeitos do Conhecimento**. p. 12-13. In: SALTON, Rodrigo. *O Dever de Informar na Fase Pré-Contratual e as Operações de M&A*. São Paulo: Quartier Latin, 2023.

PIRES, Catarina Monteiro. **Aquisições de Empresas e de Participações Acionistas - problemas e litígios**. Coimbra: Almedina, 2018.

PLANIOL, Marcel. RIPERT, Georges. **Traité pratique de droit civil français. Obligations**. 2. ed. Paris: LGDJ, t. VI, 1952.

PONTES DE MIRANDA, **Francisco Cavalcanti**. **Tratado de direito privado**. Rio de Janeiro: Borsóí, 1954. t. IV, § 449.

PONTES, Evandro Fernandes de. **Representations & Warranties no Direito Brasileiro**. 1º edição. São Paulo: Almedina, 2014.

PORTUGAL, **Decreto-Lei nº 47.344**, de 25 de novembro de 1966. Disponível em <<https://www.igac.gov.pt/documents/20178/358682/C%C3%B3digo+Civil.pdf/2e6b36d8-876b-433c-88c1-5b066aa93991>> Acesso em 16 de junho de 2023.

Quashnock V. Frost, 299 Pa. Super. 9, 445 A.2d 121 (1982).

REED, Stanley F.; LAJOUX, Alexandra; NESVOLD, H. Peter. **The Art of M&A: a Merger, Acquisition, Buyout Guide**. 4 Ed. Nova York: McGraw-Hill, 2007.

RIZZARDO, Arnaldo. **Contratos**. Grupo GEN, 2023. E-book. ISBN 9786559648153. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9786559648153/>. Acesso em: 20 jun. 2023.

Rogath v. Siebenmann, 129 F.3d 261, 265 (2d Cir. 1997).

ROMANEK, Broc; CLIMAN, Rick; CHU, Wilson; GLOVER, Steve. **Negotiating Public-Private Mergers**, 6 M& Law, 2002.

SALTON, Rodrigo. **O Dever de Informar na Fase Pré-Contratual e as Operações de M&A**. São Paulo: Quartier Latin, 2023.

SCHREIBER, Anderson. **A Proibição de Comportamento Contraditório**, 4ª edição. Grupo GEN, 2016. E-book. ISBN 9788597007152. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788597007152/>. Acesso em: 22 jun. 2023.

SHADDEN, Stacey A. **How to Sandbag your opponent in the unsuspecting world of high stakes acquisitions**.

State v. Coddington, 135 Ariz, 480, 481, 662 P .2d 155, 156 (App.1983).

THEODORO JÚNIOR, Humberto. **Comentários ao novo Código Civil (LGL/2002/400). Livro III. Dos fatos jurídicos e do negócio jurídico. Arts. 138-141**. 3. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2006, vol. III, t. I.

TORNEY, Kevin M. Targeting the Right Investment: **Choices and Challenges in Private Equity Transactions**, in UNDERSTANDING LEGAL TRENDS IN THE PRIVATE EQUITY AND VENTURE CAPITAL MARKET 71, 2013.

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

UNGERMAN, Troy. **Part 1: Sandbagging in M&A - negotiating strategies**.

23/11/2017. Disponível em:

<https://www.deallawwire.com/2017/11/23/part-1-sandbagging-in-ma-negotiating-strategies/>. Acesso em 19/10/2022.

UNGERMAN, Troy. **Sandbagging in M&A - Part 2**. 30/11/2017. Disponível em <<https://www.deallawwire.com/2017/11/30/part-2-sandbagging-in-ma-is-silence-truly-golden/>> Acesso em 10/11/2022.

UNGERMAN, Troy. **Sandbagging in M&A - sandbagging around the world**. 7 de dezembro de 2017. Disponível em <<https://www.deallawwire.com/2017/12/07/part-3-sandbagging-in-ma-sandbagging-around-the-world/>> Acesso em 31/10/2022.

Van Buren v. Pima Community College Dist. Bd., 114 Ariz. 85,87,546 P. 2d 821, 823 (1976).

VENOSA, Sílvio de S. **Direito Civil: Parte Geral. v.1**. Grupo GEN, 2022. E-book. ISBN 9786559772650. Disponível em:

<https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9786559772650/>. Acesso em: 20 jun. 2023.

VIANA, Raphael Fraemam Braga. **A função social dos contratos existenciais, de lucro e híbridos**. EHRHARDT JÚNIOR, Marcos; LÔBO, Fabíola Albuquerque (org.). A função social nas relações privadas. Belo Horizonte: Fórum. In: NISHI, Camila Otani. A Cláusula de Sandbagging em contratos de M&A. São Paulo: Quartier Latin, 2023.

WEST, Glenn D.; SHAH, Kim M. **“Debunking the Myth of the Sandbagging Buyer: When Sellers Ask Buyers to Agree to Anti-Sandbagging Clauses, Who Is Sandbagging Whom?”** The M&A Lawyer, v. 11, n. 1, New York: West Legalworks, p. 1-9, Jan. 2007.

WHITEHEAD, Charles K. **Sandbagging: Default Rules and Acquisition Agreement**. Cornell University Law School Faculty Publications, 2011.