

FGV DIREITO SP
MESTRADO PROFISSIONAL

**SANDBAGGING - A CORRELAÇÃO ENTRE OS DEVERES LEGAIS DO COMPRADOR E A SUA
PRETENSÃO DE SER INDENIZADO POR PASSIVOS DA SOCIEDADE**

ANA LUCIA DE CAMPOS MAIA SNEGE

Projeto de pesquisa apresentado ao
Mestrado Profissional da FGV Direito SP,
sob orientação da Professora
Dra. Lie Uema do Carmo

Versão de 17.10.2020

1. Tema, contexto e delimitação de escopo

Uma vez que comprador e vendedor têm a intenção de avançar em uma operação de M&A para a aquisição de participação societária, uma das primeiras etapas a ser superada é a de diligência prévia/auditoria da sociedade alvo.

Conforme conceitua Gabriel Saad Kik Buschinelli, “a auditoria é mecanismo pelo qual o vendedor cumpre sua obrigação de informar, bastando que, para tanto, disponibilize ao comprador as informações suficientes e necessárias para alertá-lo dos fatores relevantes para a sua tomada de decisão.¹”

O escopo desta diligência prévia ou auditoria, também chamada pela expressão estrangeira *Due Diligence*, é a identificação, pelo comprador, de eventuais incorreções relevantes na sociedade e decorrentes das práticas empresariais do vendedor e da própria sociedade. O comprador, a princípio, não tem obrigação de divulgar ao vendedor o resultado obtido com a sua *Due Diligence*.

O processo de *Due Diligence* deve focar em aspectos financeiros, contábeis, previdenciários, trabalhistas, imobiliários, tecnológicos, propriedade intelectual, jurídicos,

¹ BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. *Compra e Venda de Participações Societárias de Controle*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 424.

entre outros da sociedade alvo, sendo que o resultado desse processo investigativo será determinante para o avanço da operação – caso não seja descoberto um *deal breaker* -, para a alocação de riscos e para a consequente formação do preço.

No entanto, um processo de *Due Diligence* raramente consegue ser exaustivo e isso pode ocorrer por inúmeras razões, dentre elas o custo envolvido, a escassez de tempo, a falta de profissionais qualificados, obstáculos burocráticos na obtenção das informações e até mesmo por uma pretensão das partes (comprador, vendedor e assessores).

Quanto à assimetria de informações existente entre vendedor e comprador, Gabriel Saad Kik Buschinelli traz o seguinte entendimento sobre o dever de informar do vendedor no processo de *Due Diligence*²:

“Na compra e venda de participações societárias de controle, o vendedor é destinatário de acentuado dever de informar, devido ao déficit informacional estrutural em que se situa o comprador, tendo em vista que, em geral, para se informar depende de informações e documentos fornecidos pelo vendedor.”

De modo a suprimir especialmente as lacunas deixadas pelo processo de *Due Diligence* e equalizar a alocação de riscos e a formação do preço, as partes buscam no contrato de compra e venda de participação societária uma razoável solução: a cláusula de Declarações e Garantias, importada do *Common Law* e também chamada pela expressão estrangeira de *Reps & Warranties*.

A cláusula de *Reps & Warranties* oferece às partes uma derradeira oportunidade de equalizarem a assimetria de informações e transmitirem umas às outras elementos relevantes para a conclusão da operação de compra e venda, evitando assim, por exemplo, perdas financeiras que configurem uma hipótese de indenização contratual ou até mesmo uma disputa judicial posterior.

Dentro deste contexto provocado pela assimetria de informações são verificadas determinadas condutas das partes, vendedores e compradores, que poderiam ser consideradas oportunistas por uns e estratégicas por outros.

² BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. *Compra e Venda de Participações Societárias de Controle*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p.425.

Existem situações em que o comprador toma conhecimento de um potencial passivo da empresa alvo ainda em momento pré-fechamento da operação e, mesmo ciente da não-divulgação deste passivo pelo vendedor no processo de *Due Diligence* e/ou em suas *Reps & Warranties* (seja de forma intencional ou por mero desconhecimento) decide manter-se calado e seguir com a operação. Desta forma, o comprador pretende apresentar posterior pedido de indenização com a alegação de descumprimento contratual (falsa declaração) pelo vendedor³.

Essa conduta do comprador é chamada de *Sandbagging* pela *Common Law*.

Embora o significado da palavra *Sandbagging* no dicionário tenha um sentido negativo, consistente em “*to conceal or misrepresent one’s true position, potential or intent... in order to take advantage of [another person]*”⁴, muito associado ao conceito de “trapaça”, as razões pelas quais o comprador deliberadamente decide adotar uma conduta de *Sandbagging* variam e nem sempre configuram uma postura moralmente questionável do comprador⁵.

Neste sentido, existe o entendimento de que apenas um comprador verdadeiramente corajoso aceitaria entrar em um contrato de compra e venda de participação societária já sabendo que o vendedor desconhece determinada contingência e que descumprirá materialmente o contrato, confiando tão somente na possibilidade de pleitear do vendedor uma indenização futura.

Por outro lado, a conduta de *Sandbagging* pode ser considerada uma opção vantajosa para o comprador quando o contrato de compra e venda de participação societária determinar que apenas passivos ocultos, assim considerados os passivos da empresa alvo não conhecidos pelo comprador no dia do fechamento da operação, serão passíveis de indenização contratual pelo vendedor.

³ Rather than being forced to choose between negotiating a price concession or terminating or attempting to terminate the deal in such circumstances, the buyer may simply wish to enforce the benefit of the bargain it made by choosing to close the transaction and seek indemnification based upon the specific, contractual representations and warranties it negotiated with sellers. Cf. 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. 3-7, Jan. 2007, p. 3.

⁴ Cf. 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. 3-7, Jan. 2007, p. 3.

⁵ While the phrase “to sandbag” evokes connotations of malfeasance and wrongful intent, the actual reasons the buyer decides to sign and/or close in these situations vary and do not always involve morally questionable behavior on the part of the buyer. Cf. 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. 3-7, Jan. 2007, p. 3.

A conduta *Sandbagging* do comprador é ainda muito discutida nos Estados Unidos e na Europa, que em sua maioria adotam tradicionalmente uma posição de *anti-Sandbagging*⁶.

Como exigência do vendedor, os contratos de compra e venda de participação societária poderão conter uma cláusula *anti-Sandbagging* específica, proibindo a conduta *Sandbagging* do comprador, de modo que fique vedada qualquer pretensão sua em relação a indenizações por passivos conhecidos no fechamento da operação.

Uma forma de analisar a conduta *Sandbagging* do comprador, de acordo com a legislação brasileira, é sob a ótica da boa-fé objetiva. Entende-se que dentro de uma operação em que as partes são assessoradas por profissionais especializados não caberia ao comprador alegar descumprimento contratual do vendedor em razão de contingências que o comprador tinha ciência no momento do fechamento da operação.

Colaborando com a construção do conceito de *anti-Sandbagging* no Brasil, Gabriel Saad Kik Buschinelli traz o seguinte entendimento⁷:

“Caso o comprador, contudo, obtenha efetivo conhecimento de não conformidade entre as declarações e garantias e a realidade no âmbito de auditoria que tenha realizado e prossiga com a contratação, deve-se interpretar o comportamento do comprador como indicativo de que aceitou a condição patrimonial da sociedade.”

Diante de todo o exposto, ante o conhecimento prévio de um passivo pelo comprador, (i) este passivo será considerado contingente ou oculto? Assim, deve-se (ii) aplicar estritamente os termos contratuais de indenização; ou (iii) considerar tal passivo já alocado ao preço e cuja indenização foi, no momento em que o comprador decidiu seguir com a operação, por ele renunciado? No Brasil, qual é a extensão do dever de boa-fé e do dever de se informar do comprador?

Pretende-se, com a busca de resposta para os questionamentos do parágrafo acima, estabelecer uma conexão direta entre a extensão do dever de boa-fé e do dever de informar

⁶ Cf. WHITEHEAD, Charles K., “Sandbagging: Default Rules and Acquisition Agreements”. *Delaware Journal of Corporate Law*, v. 36, p. 1081-1115, 2011, p. 8.

⁷ BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. *Compra e Venda de Participações Societárias de Controle*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p.425.

e de se informar das partes e a pretensão do vendedor em obter indenização por passivos ocultos da sociedade alvo. Do resultado, pretende-se apresentar os modelos das cláusulas contratuais possíveis (*Anti-Sandbagging* e/ou *pro-Sandbagging* e/ou outras) para cada uma das possibilidades jurídicas constatadas.

2. Modelo de pesquisa predominante

O modelo de pesquisa pretendido será predominante de caráter exploratório, com o estudo de doutrinas nacionais e estrangeiras (especialmente a norte-americana), bem como da legislação brasileira aplicável, a análise de casos reais e práticas jurídicas recorrentes.

Inicialmente, a presente pesquisa terá como norte buscar no ordenamento jurídico nacional o melhor enquadramento para uma prática contratual recorrente em operações de M&A, mas importada especialmente de países do *Common Law*.

A abordagem a ser dada ao presente estudo tem o intuito de ir além do aspecto acadêmico e apresentar possibilidades jurídicas extraídas da nossa legislação e da doutrina que possam ser aplicáveis a situações problemáticas decorrentes de operações de M&A vivenciadas pela pesquisadora durante sua prática profissional.

Complementarmente, pretende-se desenvolver modelos de cláusulas aplicáveis a contratos de compra e venda de participação societária para cada uma das possibilidades jurídicas constatadas durante a presente pesquisa, que serão dedicados aos assessores jurídicos de operações de M&A, como público alvo.

3. Quesitos, fontes de pesquisa e formas de acesso

1) *SANDBAGGING* – CONCEITO NO *COMMON LAW* E NO DIREITO BRASILEIRO.

Fontes e formas de acesso:

- Doutrina nacional e estrangeira (pesquisa bibliográfica); e
- Trabalhos acadêmicos dentro do campo jurídico (pesquisa bibliográfica).

2) QUAL A EXTENSÃO DA BOA-FÉ OBJETIVA E DO DEVER DE INFORMAR DO COMPRADOR? QUAL EFEITO DO *SANDBAGGING* EM RELAÇÃO À PRETENSÃO INDENIZATÓRIA DO COMPRADOR?

Fontes e formas de acesso:

- Legislação nacional e estrangeira (consulta a fontes oficiais);
- Doutrina nacional e estrangeira (pesquisa bibliográfica);
- Trabalhos acadêmicos dentro do campo jurídico (pesquisa bibliográfica);
- Decisões judiciais (pesquisa jurisprudencial); e
- Uso da própria experiência (observador participante).

3) VARIAÇÕES DA CLÁUSULA DE PRO-SANDBAGGING (ANTI-SANDBAGGING, ANTI-ANTI-SANDBAGGING E KNOWLEDGE SAVINGS). QUAIS OS SEUS IMPACTOS NO DIREITO DE INDENIZAÇÃO DO COMPRADOR?

Fontes e formas de acesso:

- Doutrina nacional e estrangeira (pesquisa bibliográfica); e
- Trabalhos acadêmicos do campo jurídico (pesquisa bibliográfica).

4) PRÓS E CONTRAS DA CLÁUSULA PRO-SANDBAGGING EM OPERAÇÕES DE M&A.

Fontes e formas de acesso:

- Legislação nacional e estrangeira (consulta a fontes oficiais);
- Doutrina nacional e estrangeira (pesquisa bibliográfica);
- Trabalhos acadêmicos dentro do campo jurídico (pesquisa bibliográfica);
- Decisões judiciais (pesquisa jurisprudencial); e
- Uso da própria experiência (observador participante).

5) MODELO DE CLÁUSULAS.

Fontes e formas de acesso:

- Documentos com acesso autorizado (leitura e análise documental); e
- Uso da própria experiência (observador participante).

4. Relevância prática, caráter inovador e potencial de impacto

Embora as cláusulas atípicas de *Sandbagging* sejam amplamente utilizadas em contratos brasileiros de aquisição de participação acionária (no contexto dos M&As), tal doutrina veio importada do *Common Law*, motivo pelo qual não existe legislação específica sobre o tema (usamos analogia) e muito pouca doutrina nacional.

Dentro deste contexto, sob a legislação brasileira, é necessário estudarmos qual a extensão da boa-fé das partes num processo de aquisição de participação societária, assim como a extensão do dever de informar do vendedor e o dever de se informar (processo de *Due Diligence*) do comprador.

A mensuração da efetiva extensão do dever de boa-fé e do dever de informar das partes será essencial para definirmos os parâmetros para a pretensão do comprador de receber uma indenização do vendedor por eventuais passivos ocultos da sociedade alvo pós-fechamento da operação de M&A.

5. Familiaridade do pesquisador com o objeto da pesquisa

A pesquisadora atua profissionalmente em operações de M&A há mais de 12 anos na capital do Estado de São Paulo, na qualidade de assessora jurídica (advogada) tanto de compradores, quanto de vendedores.

A pesquisadora chegou a trabalhar na área de negócios de instituição bancária, mas nos últimos anos desenvolve sua atividade em escritório de advocacia, pelo que pôde vivenciar as mais diversas situações em operações de M&A.

Neste contexto, a pesquisadora adquiriu um importante repertório de contratos de compra e venda de participações societárias, assim como de outros documentos decorrentes de operações de M&A, que poderão servir como a fonte de estudo necessária ao modelo de pesquisa pretendido, especialmente em relação à análise de casos reais e à apresentação de modelos de cláusulas de *Sandbagging*, *anti-Sandbagging*, *Knowledge Savings* e outras, já adaptadas ao nosso ordenamento jurídico.

6. Bibliografia preliminar

BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. *Compra e Venda de Participações Societárias de Controle*. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

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

MARTINS-COSTA, Judith. *A Boa-fé no Direito Privado: Critérios Para a Sua Aplicação*. São Paulo: Marcial Pons, 2015.

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, Ano 101, v. 923, p. 115-144, 2012.

PONTES, Evandro Fernandes de. Representations e Warranties no Direito Brasileiro. São Paulo: Almedina, 2014.

WHITEHEAD, Charles K. Sandbagging: Default Rules and Acquisition Agreements. Delaware Journal of Corporate Law, v. 36, p. 1081-1115, 2011.

7. Cronograma de execução

Atividade	2020			2021												Horas
	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Revisão/Pesquisa bibliográfica	■	■	■	■	■	■	■	■	■							100
Definição dos Capítulos		■	■	■	■	■	■	■	■							20
Elaboração do Sumário							■	■	■							20
Redação do Cap. 1								■	■	■						40
Redação do Cap. 2									■	■	■					40
Redação do Cap. 3										■	■	■				40
Redação do Cap. 4											■	■	■			40
Redação do Cap. 5/Conclusão											■	■	■			40
Formatação e redação de questões técnicas													■	■	■	20
Revisão Final													■	■	■	25