FGV DIREITO SP

MESTRADO PROFISSIONAL

A CLÁUSULA COMPENSATÓRIA EM CONTRATOS DE COMPRA E VENDA DE PARTICIPAÇÕES: UM EXAME À LUZ DA NATUREZA JURÍDICA, DO CONCEITO E DAS FUNÇÕES DA CLÁUSULA PENAL NO DIREITO CONTRATUAL E EM FACE DE CASOS CONCRETOS.

MARCOS ROBERTO DE MORAES MANOEL

Projeto de pesquisa apresentado

ao Mestrado Profissional da FGV Direito

Versão de 13.10.2021

1. Tema, contexto e questão central de pesquisa

Em tempos recentes, o mercado passou a adotar a denominada "cláusula compensatória", também conhecida como "taxa de insucesso" ou "cláusula indenizatória", em contratos de compra e venda de participações societárias.

Em um primeiro momento, verifica-se o emprego da cláusula compensatória em contratos de compra e venda de participações de sociedades por ações de capital aberto, porém a cláusula compensatória também passou a ser utilizada em contratos de compra e venda de participações de sociedades por ações de capital fechado, bem assim de sociedades limitadas.

A adoção da cláusula compensatória trata-se de mais uma anglicização que está sendo incorporada à prática contratual brasileira no âmbito de operações societárias, razão pela qual se faz relevante o estudo da referida cláusula à luz do ordenamento jurídico brasileiro, para o fim de se compreender a sua natureza jurídica, bem como quais seriam as normas e os princípios sobre ela aplicáveis.

No Direito Norte-Americano, de onde se origina a cláusula compensatória, ela é denominada *termination fee*, existindo as modalidades *break-up fee* e *reverse break-up fee*.

Uma operação de compra e venda de participações segue, usualmente, a seguinte forma: (i) celebração de contrato preliminar sem efeito vinculante entre as partes para viabilizar o início de troca de algumas informações e documentos entre as partes interessadas e a realização de *valuation*, ou avaliação econômica da empresa; (ii) se

houver interesse das partes, celebração do contrato principal, conhecido no jargão do mercado como *signing*, e início de *due diligence*; e (iii) fechamento do negócio jurídico, conhecido no jargão do mercado como *closing*.

Entre a celebração do contrato principal e o fechamento do negócio jurídico, via de regra, condições precedentes, ou suspensivas, ou resolutivas, conforme o caso, devem ser superadas, tais como, exemplificativamente, a conclusão pela viabilidade do negócio jurídico a partir da *due diligence* contábil, financeira, tributária, operacional e jurídica realizada na empresa alvo; a aprovação, quando o caso, do negócio pelo Conselho Administrativo de Defesa Econômica – CADE; a aprovação, quando o caso, do negócio por órgãos ou agências reguladoras, em se tratando de negócio afeto a setor econômico regulado; e a aprovação do negócio pela Assembleia de Acionistas e/ou pelo Conselho de Administração, conforme o caso, dentre outras hipóteses. Além disso, as partes usualmente devem cumprir determinadas obrigações entre o *signing* e o *closing*, as quais variam muito de negócio para negócio e dependem de uma série de fatores.

A cláusula compensatória, na modalidade *break-up fee*, estabelece que, ocorrido o *signing*, se o negócio não for fechado por razões alheias ao comprador, o vendedor estará obrigado a pagar-lhe uma compensação (ou indenização). O racional econômico por trás da avença neste formato consiste em criar um desincentivo para que o vendedor da empresa ativamente promova um verdadeiro leilão entre potenciais interessados, de forma a proteger o ofertante inicial. Ademais, a *break-up fee* funcionaria como fomento para que potenciais interessados na aquisição total ou parcial da sociedade fizessem propostas superiores ao preço de aquisição estabelecido no *signing*, de forma a compelir os administradores da sociedade vendedora a aceitarem a proposta mais vantajosa em cumprimento ao dever de agir no melhor interesse da companhia e dos deveres fiduciários.[1]

Por sua vez, na modalidade *reverse break-up fee*, a cláusula compensatória estabelece que, ocorrido o *signing*, se o negócio não for fechado por razões alheias ao vendedor, o comprador estará obrigado a pagar-lhe uma compensação (ou indenização). O racional econômico por trás da avença neste formato consiste em promover compensação financeira ao vendedor pela perda de uma chance, partindo-se da premissa de que, ao se vincular com o comprador, o vendedor deixou de explorar outras oportunidades junto a outros potenciais interessados em adquirir uma participação no seu negócio, ou a empresa como um todo.

Além das finalidades e racionais econômicos acima referidos relativamente a cada uma das modalidades da cláusula compensatória, existem razões em comum para a sua estipulação, tanto nas modalidades *break-up fee* e *reverse break-up fee*, quais sejam:

---

[1] CARMO, Lie Uema do. Responsabilidade civil e "termination fee" em M&A. Da estrutura à função da responsabilidade civil: uma homenagem do Instituto Brasileiro de Estudos de Responsabilidade Civil (IBERC) ao Professor Renan Lotufo/Adriana Caldas do Rego Freitas Dabus Maluf...[et al.]; organizado por Fernanda Ivo Pires; coordenado por Alexandre Guerra...[et al.] Indaiatuba, SP. Editora Foco, 2021. Pg. 446.

(i) A compensação pelo custo de oportunidade[2] das partes envolvidas;

(ii) Assegurar às partes seriedade e firmeza nas tratativas, haja vista os custos de transação significativos que são incorridos;

(iii) Sanção pela ruptura do negócio mediante violação da boa-fé objetiva e seus deveres anexos;

(iv) Prefixação de perdas e danos, também em razão dos custos de transação, dos custos de oportunidade e dos interesses negativos e positivos envolvidos;

(v) Proteção à manutenção e preservação do negócio.

O trabalho de conclusão fará um exame da cláusula compensatória conforme ela vem sendo empregada na prática contratual de M&A no Brasil em cotejo com a natureza jurídica, o conceito e as funções da cláusula penal no ordenamento jurídico brasileiro e de casos concretos.

Controvérsias existem e elas instigam a pesquisa com vista à busca de melhores práticas para fins de sugestões de orientações a operadores do Direito e profissionais do mercado de M&A.

2. Quesitos, fontes de pesquisa e formas de acesso

A pesquisa se propõe a responder aos seguintes quesitos:

a) Qual é a natureza jurídica da cláusula compensatória no ordenamento jurídico brasileiro?

b) Quais são as obrigações estabelecidas em uma cláusula compensatória em um contrato de compra e venda de participações societárias nas modalidades *break-up fee* e *reverse break-up fee*?

c) Quais são os fundamentos econômico-financeiros para a adoção da cláusula compensatória em um contrato de compra e venda de participações societárias em cada uma de suas modalidades?

d) Qual é a natureza jurídica, o conceito e a função da cláusula penal no ordenamento jurídico brasileiro? Quais são as teorias existentes e qual prevalece segundo a melhor doutrina e a jurisprudência?

[2] Idem. Pg. 447.

e) A cláusula compensatória em um contrato de compra e venda de participações societárias é uma cláusula penal? Caso positivo, quais são as finalidades e funções da cláusula compensatória como uma cláusula penal neste tipo de contrato?

f) A forma como a cláusula compensatória tem sido utilizada em contratos de compra e venda de participações segundo a prática de mercado brasileira está em consonância com a natureza jurídica, o conceito e a função da cláusula penal no ordenamento brasileiro?

g) Considerando os interesses negativos e positivos oriundos do negócio jurídico e questão, bem assim as finalidades e funções da cláusula compensatória em um contrato de compra e venda de participações societárias, como se fixar o *quantum* a título de valor compensatório ou indenizatório de forma proporcional e razoável?

h) Quais são as recomendações de melhores práticas ao pactuar a cláusula compensatória em um contrato de compra e venda de participações societárias?

As fontes de pesquisa serão:

a) Legislação aplicável, notadamente o Código Civil;

b) Artigos científicos, tanto de autores e acadêmicos brasileiros e estrangeiros;

c) As cláusulas compensatórias empregadas nos casos brasileiros Linx-Stone, Fibria (Suzano vs. Paper Excellence) e Ser vs. Laureate;

d) Jurisprudência brasileira sobre cláusula penal;

e) *Case law* norte-americano.

3. Relevância prática, caráter inovador e potencial de impacto

Conforme mencionado na contextualização do tema no tópico 1, supra, o objeto de pesquisa tem grande relevância prática, pois a adoção da cláusula compensatória em contratos de compra e venda de participações é um fenômeno recente no mercado brasileiro e tem inspiração em uma prática contratual advinda de operações de M&A do mercado norte-americano.

Portanto, evidencia-se útil o estudo da novel prática contratual sob o prisma do ordenamento jurídico brasileiro, com vista a se oferecer orientação técnica adequada aos operadores do mercado, para o fim de se mitigar potenciais conflitos e disputas que poderão surgir em decorrência do emprego da cláusula em contratos de compra e venda de participações.

O tema tem caráter inovador porquanto a produção nacional de doutrina e de artigos acerca do assunto é escassa, de forma que o potencial de impacto sobre os operadores do mercado e os negócios é significativa.

4. Familiaridade do pesquisador com o objeto da pesquisa

O pesquisador é advogado atuante na área de estruturação de negócios, incluindo operações de M&A, bem assim em consultoria envolvendo Direito Societário e, de forma mais ampla, Direito Empresarial e Direito Privado.

Portanto, o estudo a ser realizado para desenvolvimento do artigo científico terá relevância prática para o dia-a-dia de sua atuação profissional.

5. Bibliografia

ABÍLIO, Vivianne da Silveira. Cláusulas penais moratória e compensatória: critérios de distinção. Belo Horizonte: Fórum, 2019.

ALVIM NETTO, José Manoel de Arruda. Cláusula penal e violação do art. 920 do CC/1916. In: Soluções práticas de direito: pareceres São Paulo: 2011. v. 2, p. 211-226.

ANDERSON, Roy Ryden. Liquidated Damages under the Uniform Commercial Code, in Southwestern Law Journal, vol. 41, 1988, págs. 1083/1110.

ARAI, Rubens Hideo. Cláusula penal. In: Obrigações. LOTUFO, Renan; NANNI, Giovanni Ettore (Coord.). Obrigações. São Paulo: Atlas, 2011. p. 731-758.

BENACCHIO, Marcelo. Cláusula penal: revisão crítica à luz do Código Civil de 2002. In: Temas relevantes do direito civil contemporâneo: reflexões sobre os cinco anos do código civil. Estudos em homenagem ao Professor Renan Lotufo, p. 371-399.

BERNSTEIN, David; Chance, Clifford. Reverse break-up fees aren´t working. In: International Financial Law Review, Vol. 27, Issue 6 (June 2008), pp. 40-42.

BESSLER, Wolfgang; Schneck, Colin; Zimmermann, Jan. Bidder contests in international mergers and acquisitions: The impact of toeholds, preemptive bidding and termination fees. In *International Review of Financial Analysis*. December 2015 42:4-23.

BRITO, Rodrigo Toscano de. Cumulação das arras com a cláusula penal compensatória e os princípios sociais dos contratos. In: CORTIANO JUNIOR, Eroulths (coord.). Transformações no direito privado nos 30 anos da Constituição: estudos em homenagem a Luiz Edson Fachin. Belo Horizonte: Fórum, 2019. p. 451-469.

CARMO, Lie Uema do. Responsabilidade civil e "termination fee" em M&A. Da estrutura à função da responsabilidade civil: uma homenagem do Instituto Brasileiro de Estudos de Responsabilidade Civil (IBERC) ao Professor Renan Lotufo/Adriana Caldas do Rego Freitas Dabus Maluf...[et al.]; organizado por Fernanda Ivo Pires; coordenado por Alexandre Guerra...[et al.] Indaiatuba, SP. Editora Foco, 2021.

CASSETTARI, Christiano. Aspectos práticos da responsabilidade civil contratual: uma análise da aplicação dos enunciados da IV Jornada do Conselho da Justiça Federal sobre a função social da cláusula penal. In: Direito contratual: temas atuais, p. 331-339.
CHAVES, Antônio. Cláusula penal. Revista de Direito Civil, Imobiliário, Agrário e Empresarial, v.20, n.77, p.18-20, jul./set. 1996.

COSTA, Marta. Arbitragem e redução da cláusula penal compulsória. Revista de Arbitragem e Mediação, v.1, n.1, p.67-78, jan-abr 2004.

CHOI, Albert H. Deal protection devices. *University of Chicago Law Review*. Jun2021, Vol. 88 Issue 4, p757-827. 71p. 4 Charts.

DEMIRTAŞ, Gül. Board involvement in the M&A negotiation process. In *International Review of Financial Analysis*. March 2017.

FAORO, Guilherme de Mello Franco. Comentário sobre o REsp n. 1.617.652/DF e a sistematização da disciplina das arras e da cláusula penal nas perdas e danos contratuais. Revista Brasileira de Direito Civil, Belo Horizonte, v.19, p. 159-176, jan./mar. 2019.

FARFARAS, Georgios N.; Morgan, Peter B.. Termination fees and bilaterally efficient merger contracts. *Canadian Journal of Administrative Sciences (John Wiley & Sons, Inc.)*, Sep2020, Vol. 37 Issue 3, p366-376, 11p.

FERREIRA, José Alves. Da cláusula penal. In: FACHIN, Luíz Edson; TEPEDINO, Gustavo (Org.). Doutrinas essenciais: obrigações e contratos. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011. v. 2, p. 1189-1200.

FERRIANI, Carlos Alberto. Da cláusula penal. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, v.15, n.55, p.133-165, jan./mar. 2012.

FLORENCE, Tatiana Magalhães. Aspectos pontuais da cláusula penal. In: Obrigações: estudos na perspectiva civil-constitucional Rio de Janeiro: 2005. p. 513-537.

GOGINENI, Sridhar; Jain, Pawan. The role of target termination fees in REIT mergers. *Journal of Real Estate Finance & Economics.* Jul2021, Vol. 63 Issue 1, p1-39. 39p. 11 Charts.

GOGINENI, Sridhar; Puthenpurackal, John. Why do take over targets protect acquirers? Evidence from force-the-vote-provisions. In: Financial Management. Fall, 2021, Vol. 50 Issue 3, p805, 39 p.; Financial Management Association, 2021.

GROSSKOPF, Ofer; Medina, Barak. A revised economic theory of disclosure duties and break-up fees in contract law. In: Stanford Journal of Law, Business & Finance, Vol. 13, Issue 1 (Fall 2007), pp. 148-187.

HAAS, Steven **M**.; Kennedy, James A.. Delaware Court upholds claims challenging unreasonable termination fee structure. In: Insights: The Corporate & Securities Law Advisor. Jan, 2015, Vol. 29 Issue 1, p20, 6 p.; Aspen Publishers, Inc., 2015.

HALPER, Jason **M**.; Mills, William; Stanisci, Jared; Bussiere, Sara. The Delaware Court of Chancery enforces clear and unambiguous terms of merger agreement in finding termination fee provision did not afford exclusive remedy for termination. *Insights: The Corporate & Securities Law Advisor.* Nov2019, Vol. 33 Issue 11, p32-35. 4p.

HUDEC, Robert E.. Restating the Reliance Interest, in Cornell Law Review, vol. 67, issue 4, apr.-1982, págs. 704/734

KLEIN, Spencer; Michael G. O'Bryan, Scott M. Stanton and Shai Kalansky. Delaware Courts continue to provide guidance on the parameters of acceptable termination fees. In: *United States Law Articles in English*.

KUMAR, Deepak; Sengupta, Keya. Abandonment of mergers and acquisitions: A review and research agenda. In: International Journal of Emerging Markets, 2020, Vol. 16, Issue 7, pp. 1373-1403.; Emerald Publishing Limited. November 13, 2020.

LIU, Yue. Shareholder wealth effects of M&A withdrawals. *Review of Quantitative Finance & Accounting.* Apr2019, Vol. 52 Issue 3, p681-716. 36p.

MARX, Leslie M.; Shaffer, Greg. Break-up fees and bargaining power in sequential contracting. In *International Journal of Industrial Organization*. 2010 28(5):451-463.

MATTEI, Ugo. The Comparative Law and Economics of Penalty Clauses in Contracts, American Journal of Comparative Law, Vol. 43, Issue 3 (Summer 1995), pp. 427-444

MATTIA, Fábio Maria de. Cláusula penal pura e cláusula penal não pura. In: Doutrinas essenciais: obrigações e contratos São Paulo: 2011. v. 2, p. 1117-1150.

NAKAMURA, Mario Massao. Cláusula penal nos deveres anexos à obrigação. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, v.17, n.63, p.97-127, jan./mar. 2014.

PACHECO, José da Silva. Da cláusula penal, em face do novo código civil. Advocacia Dinâmica: Informativo v.24, n.27, p.382-379, 2004.

QUINTIN, Yves. M&A contracts in the American financial maelstrom: have reverse break-up fees and MAC clauses turned them into mere options. In: International Business Law Journal, Vol. 2008, Issue 3 (2008), pp. 275-290.

RABAY, Arthur. Da cláusula penal. Revista da AGU, v.12, n.37, p.107-127, jul./set. 2013.

RODRIGUES, Daniel Gustavo de Oliveira Colnago. Cláusula penal e abuso de direito: estudo de um caso sob a perspectiva civil-constitucional. Revista Jurídica, v.58, n.396, p.69-79, out. 2010.

ROSENVALD, Nelson. Cláusula penal: a pena privada nas relações negociais. 2. ed. Indaiatuba: Foco, 2020.

SAUSKA, Peter and Butler, Frank C. Mergers and Acquisitions: Termination Fees and Acquisition Deal Completion. Journal of Managerial Issues. Vol. 26, No. 1 (Spring 2014), pp. 44-54. Pittsburg State University.

SAUTTER, Christina M.. Transaction cost economics & MAEs: The dealmaker´s crystal ball. In: Fordham Law Review Online, Vol. 89, pp. 41-55.

SOMBRA, Thiago Luís Santos. As arras e a cláusula penal no código civil de 2002. Revista dos Tribunais, v.101, n.917, p.75-89, mar. 2012.

STEINER, Renata Carlos. Reparação de Danos: Interesse Positivo e Interesse Negativo, São Paulo, Quartier Latin, 2018, págs. 46/81.

STRATTON, David B.; Kovsky-Apap, Deborah. Buyer beware: Third Circuit denies $ 15 million break-up fee for failure to meet O'Brien standard. In: Pratt's Journal of Bankruptcy Law, Vol. 6, Issue 2 (February/March 2010), pp. 143-14.

TIMM, Luciano Benetti. Análise Econômica dos Contratos. In: Luciano Benetti Timm. (Org.). Direito e Economia no Brasil. 2ed.São Paulo: Atlas, 2014, v. 1, p. 158-178.

ZULIANI, Enio Santarelli. Cláusula penal. Revista Síntese de Direito Civil e Processual Civil, v.2, n.9, p.35-43, jan./fev. 2001.

6. Cronograma de execução

	2021					2022												
Atividade	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	Horas
Pesquisa bibliográfica																		30
Revisão bibliográfica																		30
Leituras, estudos e reflexão																		90
Elaboração do artigo científico																		90
Revisão do artigo científico																		90