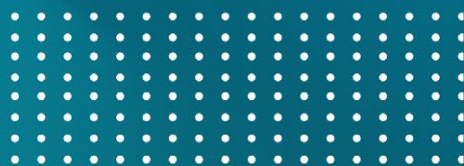




# Revista de Direito Mercantil

industrial, econômico e financeiro



Vol. nº 178-179, ago. 2019/jul. 2020

# RDM 178/179

## Doutrina e Atualidades:

- 1 - "Respostas estruturais para os grandes ilícitos empresariais" (autor: Calixto Salomão Filho)
- 2 - "Governança Corporativa e Diversidade Racial no Brasil" (autor: Carlos Portugal Gouvêa)
- 3 - "A Crise e o Quadro Normativo da Gestão Monetária" (autores: Luís Fernando Massoneto e Gustavo Jorge Silva)
- 4 - "A tecnologia de registros distribuídos e o Real Digital como ferramentas para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro?" (autor: Rafael Viana de Figueiredo Costa)
- 5 - "Inovação bancária e as fragilidades ao processo de colaboração compulsória imposta às instituições financeiras na detecção dos indícios de lavagem de dinheiro" (autor: Alessandro Fernandes)
- 6 - "A tutela da liquidez no mercado secundário de ações no Brasil" (autor: Yasmin Fernandes Reis)
- 7 - "O exato cumprimento do contrato enquanto requisito para a procedência da ação renovatória na jurisprudência recente do Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo" (autor: Luis Felipe Pinto)
- 8 - "A Relativização Da Autonomia Da Vontade No Âmbito Do Contrato De Factoring: Uma Análise Acerca Do Julgamento Proferido Pelo Superior Tribunal De Justiça No Recurso Especial Nº 1.711.412-MG" (autores: Paulo Márcio da Cruz e Pedro Henrique Piazza Noldin)
- 9 - "A Substituição do Índice de Correção Monetária nos Contratos Empresariais" (autores: Ana Chen e Bruno Almeida Ruggiero)
- 10 - "Validade e eficácia da cláusula denominada *pró-sandbagging* nos contratos de compra e venda de participação societária sujeitos ao direito brasileiro" (autor: Maira de Melo Vieira Temple)
- 11 - "Plataforma de Dois Lados e Regra da Razão: o Caso Ohio vs. American Express" (autor: Guilherme dos Santos)

ISBN 978-65-6006-025-8



**IDGLOBAL**  
Instituto de Direito Global

 **rdm**  
revista de direito mercantil

  
**EXPERT**  
EDITORA DIGITAL

# **Revista de Direito Mercantil**

industrial, econômico e financeiro

**REVISTA DE  
DIREITO  
MERCANTIL  
industrial, econômico  
e financeiro**

**178/179**

Publicação do  
Instituto Brasileiro de Direito Comercial Comparado  
e Biblioteca Tullio Ascarelli  
do Departamento de Direito Comercial  
da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo

Ano LVIII (Nova Série)  
Agosto 2019/Julho 2020

**REVISTA DE DIREITO MERCANTIL**  
**Industrial, econômico e financeiro**  
**Nova Série – Ano LVIII – ns. 178/179 – ago. 2019/jul. 2020**  
**FUNDADORES**

1ª FASE: WALDEMAR FERREIRA

FASE ATUAL: PROFS. PHILOMENO J. DA COSTA e FÁBIO KONDER COMPARATO

**CONSELHO EDITORIAL**

ALEXANDRE SOVERAL MARTINS, ANA DE OLIVEIRA FRAZÃO, CARLOS KLEIN ZANINI,  
GUSTAVO JOSÉ MENDES TEPEDINO, JORGE MANUEL COUTINHO DE ABREU,  
JOSÉ AUGUSTO ENGRÁCIA ANTUNES, JUDITH MARTINS-  
COSTA, LUÍS MIGUEL PESTANA DE VASCONCELOS,  
PAULO DE TARSO DOMINGUES, RICARDO OLIVEIRA GARCÍA,  
RUI PEREIRA DIAS, SÉRGIO CAMPINHO.

**COMITÊ DE REDAÇÃO**

CALIXTO SALOMÃO FILHO, LUIZ GASTÃO PAES DE BARROS  
LEÃES, MAURO RODRIGUES PENTEADO,  
NEWTON DE LUCCA, PAULA ANDRÉA FORGIONI, RACHEL SZTAJN, ANTONIO MARTÍN,  
EDUARDO SECCHI MUNHOZ, ERASMO VALLADÃO AZEVEDO E NOVAES FRANÇA,  
FRANCISCO SATIRO DE SOUZA JUNIOR, HAROLDO MALHEIROS DUCLERC  
VERÇOSA, JOSÉ ALEXANDRE TAVARES GUERREIRO, MARCOS PAULO DE ALMEIDA  
SALLES, PAULO FERNANDO CAMPOS SALLES DE TOLEDO, PAULO FRONTINI,  
PRISCILA MARIA PEREIRA CORRÊA DA FONSECA, JULIANA KRUEGER PELA,  
JOSÉ MARCELO MARTINS PROENÇA, BALMES VEGA  
GARCIA, RODRIGO OCTÁVIO BROGLIA MENDES,  
CARLOS PAGANO BOTANA PORTUGAL GOUVÊA, ROBERTO  
AUGUSTO CASTELLANOS PFEIFFER,  
SHEILA CHRISTINA NEDER CEREZETTI, VINÍCIUS MARQUES DE CARVALHO,  
MANOEL DE QUEIROZ PEREIRA CALÇAS, MARCELO VIEIRA VON ADAMEK.

## **COORDENADORES ASSISTENTES DE EDIÇÃO**

MICHELLE BARUHM DIEGUES E MATHEUS CHEBLI DE ABREU.

## **ASSESSORIA DE EDIÇÃO DISCENTE**

BEATRIZ LEAL DE ARAÚJO BARBOSA DA SILVA, ISABELLA PETROF  
MIGUEL, MATEUS RODRIGUES BATISTA, PEDRO FUGITA DE OLIVEIRA,  
VICTORIA ROCHA PEREIRA, VIRGILIO MAFFINI GOMES,

## **REVISTA DE DIREITO MERCANTIL**

Publicação trimestral da

Editora Expert LTDA

Rua Carlos Pinto Coelho,

CEP 30664790

Minas Gerais, BH – Brasil

Diretores: Luciana de Castro Bastos

Daniel Carvalho

**Direção editorial:**

Luciana de Castro Bastos

**Diagramação e Capa:**

Daniel Carvalho e Igor Carvalho

**Revisão:**

Do Autor

A regra ortográfica usada foi prerrogativa do autor.



Todos os livros publicados pela Expert Editora Digital estão sob os direitos da Creative Commons 4.0 BY-SA. <https://br.creativecommons.org/>

"A prerrogativa da licença creative commons 4.0, referencias, bem como a obra, são de responsabilidade exclusiva do autor"

**AUTORES:** Alessandro Fernandes, Ana Chen, Bruno Almeida Ruggiero, Calixto Salomão Filho, Carlos Portugal Gouvêa, Guilherme dos Santos, Gustavo Jorge Silva, Luis Felipe Pinto, Luis Fernando Massonetto, Maira de Melo Vieira Temple, Paulo Márcio da Cruz, Pedro Henrique Piazza Noldin, Rafael Viana de Figueiredo Costa, Yasmin Fernandes Reis

**ISBN:** 978-65-6006-025-8

Publicado Pela Editora Expert, Belo Horizonte,

A Revista de Direito Mercantil agradece ao Instituto de Direito Global pelo fomento à publicação deste volume.

**Pedidos dessa obra:**

**[experteditora.com.br](http://experteditora.com.br)**

**[contato@editoraexpert.com.br](mailto:contato@editoraexpert.com.br)**



## **AUTORES**

### **Calixto Salomão Filho**

Professor Titular de Direito Comercial da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo (USP) e Professor de Direito e Desenvolvimento no Institut des Sciences Politiques (Sciences Po) de Paris.

### **Rafael Viana de Figueiredo Costa**

Mestre em Direito da Regulação pela FGV Direito Rio (2023). Pós-graduado em Direito dos Mercados Financeiro e de Capitais pelo Insper-SP (2019). Graduado em Direito pela FGV-Direito Rio (2016). Advogado no escritório Velloza Advogados Associados, com atuação voltada para o mercado de capitais, com ênfase em fundos de investimento e administração de recursos de terceiros em geral.

### **Alessandro Fernandes**

Assessor na Unidade de Segurança Institucional do Banco do Brasil. Doutorando em Direito pela Universidade do Vale do Rio dos Sinos. Mestre em Gestão e Negócios pela Universidade do Vale do Rio dos Sinos.

### **Yasmin Fernandes Reis**

Bacharel em Direito pela Universidade Presbiteriana Mackenzie. Mestranda em Direito dos Negócios e Desenvolvimento Econômico e Social da Fundação Getúlio Vargas. Analista de negócios em São Paulo.

### **Luis Felipe Pinto**

Advogado regularmente inscrito na OAB/SP, sob nº 435.812, pós-graduado em Direito Empresarial e Societário, e investidor do mercado financeiro desde 2019.



### **Luís Fernando Massonetto**

Doutor em direito pela Universidade de São Paulo. Professor doutor no Departamento de Direito Econômico, Financeiro e Tributário da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. É coordenador de pesquisa sobre Regulação Indutora no Programa de Pós-Graduação em Cidades Inteligentes e Sustentáveis da Uninove. Coordenador do Grupo de Pesquisa Direito Econômico e Produção do Espaço: território, lugar, escalas e redes (CNPQ).

### **Gustavo Jorge Silva**

Doutor e Mestre em Direito Econômico e Financeiro pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. Bacharel em Direito pela mesma instituição, com período de estudos na Universidade de Lucerna (Suíça). Pós Graduado em Administração Pública no Século XXI pela Escola de Administração da Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Atua como advogado especializado em Direito Bancário e Meios de Pagamento.

### **Carlos Portugal Gouvêa**

Livre-Docente em Direito Comercial pela Faculdade de Direito da USP (2022). Professor Associado de Direito Comercial da Universidade de São Paulo (USP) e sócio fundador do PGLaw. Doutor em Direito pela Universidade de Harvard (S.J.D., 2008). Bacharel pela Universidade de São Paulo (USP). Lecionou como professor visitante na Harvard Law School e foi pesquisador visitante na Yale Law School e na Wharton Business School da University of Pennsylvania. É credenciado pela Ordem dos Advogados do Brasil e pela New York State Bar Association. É membro vice-presidente da Comissão de Mercado de Capitais e Governança Corporativa da OAB-SP e membro do conselho da Comissão Fulbright do Brasil. Foi membro do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional.

### **Paulo Márcio da Cruz**

Graduado em Direito pela Universidade do Vale do Itajaí (1984), Mestre em Direito pela Universidade Federal de Santa Catarina (1995) e Doutor em Direito pela Universidade Federal de Santa Catarina (1999). Realizou estágio de pós-doutorado nas universidades de Perugia e Alicante e estágio sênior na Universidade de Alicante. É professor titular da Universidade do Vale do Itajaí, coordenador e pesquisador do Programa de Pós-Graduação Stricto Sensu em Ciência Jurídica nos cursos de mestrado e doutorado - da Universidade do Vale do Itajaí, professor convidado da Universidade de Alicante e da Universidade de Perugia. Professor visitante do Instituto Universitario del Agua y de las Ciencias Ambientales da Universidade de Alicante. Atua como docente e pesquisador nos temas Direito Transnacional, Direito e Sustentabilidade, Democracia e Estado e Constitucionalismo Comparado. E-mail: pcruz@univali.br.

### **Pedro Henrique Piazza Noldin**

Advogado (OAB/SC 45.273). Doutorando em Ciência Jurídica pela Universidade do Vale do Itajaí - UNIVALI, em regime de dupla titulação com a Università degli Studi di Perugia/Itália. Mestre em Ciência Jurídica pela Universidade do Vale do Itajaí - UNIVALI, em regime de dupla titulação com a Widener University - Delaware Law School/EUA, com apoio de Bolsa PROSUP-CAPES. Especialista em Direito Empresarial e dos Negócios pela Universidade do Vale do Itajaí - UNIVALI. Especialista em Direito Médico pela Verbo Educacional. Graduado em Direito, com Mérito Estudantil, pela Universidade do Vale do Itajaí - UNIVALI. Assessor Jurídico do Município de Itajaí no ano de 2016. Atuante na área do Direito Empresarial, Médico e Hospitalar. E-mail: pedro@spsadvogados.com.br.

### **Ana Chen**

Graduanda em Direito pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. Analista jurídica da IEST Consultoria e Brusasco & Corinti Sociedade de Advogados. Orientanda do Professor Associado Eduardo Tomasevicius Filho (DCV).

### **Bruno Almeida Ruggiero**

Graduando em Direito pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. Estagiário no escritório Mendonça Sica Advogados Associados. Foi orientando do Professor Associado Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França (DCO).

### **Maíra de Melo Vieira Temple**

Doutoranda em Direito Comercial, USP. Pós-graduada em Direito Empresarial, Escola Paulista da Magistratura. Master (I) em Direito dos Negócios, *Université d'Aix-Marseille* (bolsa do *Programme de Bourses d'Excellence Eiffel*, do Ministério das Relações Exteriores da França). Bacharel em Direito, USP. Autora de livro e de artigos publicados no Brasil e no exterior, nas áreas de Direito Societário, Arbitragem, Direito Internacional e Direito das Empresas em Crise. Há 18 (dezoito) anos em resolução de disputas, foi advogada associada de algumas das principais bancas do Brasil e do exterior na área de arbitragem, em São Paulo e Paris, e é assessora de Desembargador integrante da 2a. Câmara Reservada de Direito Empresarial do Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo.

### **Guilherme dos Santos**

Bacharel em Direito pela Universidade Estadual de Londrina (UEL). Intercambista do 40º Programa de Intercâmbio do Conselho Administrativo de Defesa Econômica (PinCade, 2020). Advogado associado ao Nishioka & Gaban Advogados.



## SUMÁRIO

Respostas estruturais para os grandes ilícitos empresariais ..... 15

*Calixto Salomão Filho*

Governança corporativa e diversidade racial no Brasil: um retrato das  
companhias abertas..... 31

*Carlos Portugal Gouvêa*

A crise e o quadro normativo da gestão monetária ..... 81

*Luis Fernando Massonetto, Gustavo Jorge Silva*

A tecnologia de registros distribuídos e o real digital como ferramentas  
para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro?..... 119

*Rafael Viana de Figueiredo Costa*

Inovação bancária e as fragilidades ao processo de colaboração  
compulsória imposta às instituições financeiras na detecção dos  
indícios de lavagem de dinheiro ..... 167

*Alessandro Fernandes*

O tratamento da liquidez no mercado secundário de ações no  
Brasil..... 195

*Yasmin Fernandes Reis*

O exato cumprimento do contrato enquanto requisito para a  
procedência da ação renovatória na jurisprudência recente do  
Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo..... 225

*Luis Felipe Pinto*

A relativização da autonomia da vontade no âmbito do contrato de *factoring*: uma análise acerca do julgamento proferido pelo superior tribunal de justiça no recurso especial nº 1.711.412-MG.....261

*Paulo Márcio da Cruz, Pedro Henrique Piazza Noldin*

A substituição do índice de correção monetária em contratos empresariais: os impactos da pandemia sobre IGP-M/FGV e a resposta tópica do poder judiciário .....287

*Ana Chen, Bruno Almeida Ruggiero*

Validade e eficácia da cláusula denominada *pró-sandbagging* nos contratos de compra e venda de participação societária sujeitos ao direito brasileiro.....347

*Maíra de Melo Vieira Temple*

Plataforma de dois lados e regra da razão: o Caso Ohio vs. American Express .....377

*guilherme dos Santos*

## VALIDADE E EFICÁCIA DA CLÁUSULA DENOMINADA PRÓ-SANDBAGGING NOS CONTRATOS DE COMPRA E VENDA DE PARTICIPAÇÃO SOCIETÁRIA SUJEITOS AO DIREITO BRASILEIRO

*Maíra de Melo Vieira Temple*<sup>484</sup>

**Título em inglês:** The validity and enforceability of the pro-sandbagging clause in M&A agreements subject to Brazilian Law

**RESUMO:** discute-se, neste artigo, a validade e eficácia das cláusulas denominadas *pró-sandbagging*, usuais na prática norte-americana de compra e venda de participações societárias, com o ordenamento jurídico brasileiro. A análise é feita, em particular, à luz de normas centrais ao direito brasileiro dos contratos e dos negócios jurídicos, consideradas cogentes, ainda que se esteja no campo dos direitos patrimoniais disponíveis. São elas as normas atinentes ao dolo e à boa-fé objetiva. Inicia-se a investigação pela origem, definição e tratamento da cláusula contratual em questão nos Estados Unidos. Na sequência, explora-se o panorama normativo à luz do qual essa disposição contratual deve ser examinada no Brasil. Ao final, conclui-se que essa cláusula é, em tese (ou seja, ressalvado o exame das circunstâncias do caso concreto), válida e eficaz sob o direito brasileiro.

**Palavras-chave:** Direito societário – Compra e venda – Participação societária – Declarações e garantias – *Sandbagging* – Dolo – Boa-fé objetiva.

---

484 Doutoranda em Direito Comercial, USP. Pós-graduada em Direito Empresarial, Escola Paulista da Magistratura. Master (I) em Direito dos Negócios, Université d'Aix-Marseille (bolsa do *Programme de Bourses d'Excellence Eiffel*, do Ministério das Relações Exteriores da França). Bacharel em Direito, USP. Autora de livro e de artigos publicados no Brasil e no exterior, nas áreas de Direito Societário, Arbitragem, Direito Internacional e Direito das Empresas em Crise. Há 18 (dezoito) anos em resolução de disputas, foi advogada associada de algumas das principais bancas do Brasil e do exterior na área de arbitragem, em São Paulo e Paris, e é assessora de Desembargador integrante da 2a. Câmara Reservada de Direito Empresarial do Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo.

**Abstract:** in this article, the author discusses the validity and effectiveness, under Brazilian Law, of the US common-practice pro-sandbagging clause in M&A agreements. The analysis is particularly undertaken in light of so-deemed mandatory key rules of Brazilian Private and Contract Law, even with regard to disposable rights, concerning willful misrepresentation and good faith. Initially, the author addresses the origins, the definition and the treatment of the pro-sandbagging clause in the United States. Further, the author examines the legal framework to which such contractual clause is subject in Brazil. Finally, the author concludes that the so-called pro-sandbagging clause is, as a rule, valid and effective under Brazilian Law, provided that the circumstances of the specific case shall always be considered.

**Keywords:** Corporate Law – Mergers and acquisitions – Representations and warranties – Sandbagging – Fraud – Misrepresentation – Good faith.

## INTRODUÇÃO

É incontroversa a influência da prática contratual norte-americana em negócios sofisticados de compra e venda de participação societária realizados no Brasil ou envolvendo parte brasileira<sup>485</sup>.

Nessa esteira, muito se tem ouvido falar, nos últimos anos, entre os estudiosos e praticantes do direito societário no Brasil, sobre o denominado “sandbagging”, figura oriunda do direito norte-americano, em contratos dessa natureza. Questiona-se, em particular, sua compatibilidade com o direito brasileiro, à luz, essencialmente, de um lado, do princípio da autonomia da vontade, e, de outro, das normas atinentes ao dolo e à boa-fé objetiva. A questão se mostra um tanto mais complexa ao se constatar que, nos Estados Unidos, donde se

---

485 Sobre essa constatação: PARGENDLER, Mariana; GOUVÊA, Carlos Portugal. **As diferenças entre declarações e garantias e os efeitos do conhecimento**. Ago./2020. p. 9-10. Disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3668391](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3668391). Último acesso em: 12.07.2022.



origina o debate, a discussão permanece atual e não encontra resposta uníssona nos diferentes estados e tribunais que a enfrentaram.

O tema foi pouco tratado na literatura brasileira até o momento<sup>486</sup>, e se mostra espinhoso, também, por ter certo viés moral<sup>487</sup>, cuja

---

486 A pesquisa de bibliografia brasileira realizada, embora não exaustiva, revelou, especificamente sobre esse tema, até a data de fechamento deste artigo (16.07.2022), alguns poucos artigos e dissertações de mestrado, não publicadas até então: PARGENDLER, Mariana; GOUVÊA, Carlos Portugal. **As diferenças entre declarações e garantias e os efeitos do conhecimento**. Ago./2020. Disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3668391](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3668391). Último acesso em: 12.07.2022 (também em GOUVÊA, Carlos Portugal; PARGENDLER, Mariana; LEVI-MINZI, Maurizio (org.). **Fusões e Aquisições**. Pareceres. São Paulo: Almedina, 2022); TRINDADE, Marcelo. *Sandbagging* e as falsas declarações em alienações empresariais. In: CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de; AZEVEDO, Luis André; HENRIQUES, Marcus de Freitas (coord.). **Direito Societário, Mercado de Capitais, Arbitragem e Outros Temas: homenagem a Nelson Eizirik**. v. III. São Paulo: Quartier Latin, 2020, p. 91-103; GREZZANA, Giacomo. Cláusula de irrelevância da ciência prévia do adquirente sobre contingências da sociedade-alvo em alienações de participação societária (cláusula de irrelevância da ciência prévia – “sandbagging provisions”). **Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários**. n. 11. São Paulo: Almedina, p. 105-132, 2020; KALANSKY, Daniel; SANCHEZ, Rafael Biondi. *Sandbagging clauses* nas operações de fusões e aquisições (M&A). In: BARBOSA, Henrique; BOTREL, Sérgio (org.). **Novos temas de Direito e Corporate Finance**. v. 1. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 145-153; NISHI, Camila Otani. **A cláusula de sandbagging em contrato de alienação de participação societária: uma análise a respeito dos efeitos do conhecimento do comprador sobre a inveracidade de declarações e garantias prestadas pelo vendedor**. Dissertação de Mestrado. Universidade de São Paulo. Orientador: Prof. Manoel de Queiroz Pereira Calças. São Paulo, 2022; TONIN, Ricardo Morais. **Efeitos do conhecimento para fins de indenização em contratos de alienação de participações societárias no Brasil: uma análise da regulação contratual do sandbagging**. Dissertação de Mestrado (Profissional). Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas. Orientadora: Prof. Mariana Pargendler. São Paulo, 2022; OLIVEIRA, Caio Raphael Marotti de Oliveira. **A cláusula pro-sandbagging (conhecimento prévio) em contratos de alienação de participação acionária**. Dissertação de Mestrado. Universidade de São Paulo. Orientadora: Prof. Juliana Krueger Pela. São Paulo, 2020.

487 Gabriel Saad Kik Buschinelli noticia que, no direito francês, por exemplo, defende-se que a extensão do dever de informar, em negócios jurídicos de compra e venda de participação societária, deve ser determinada por um “elemento material, concernente à pertinência da informação”, e por um “elemento moral, consistente na circunstância de a informação relacionar-se a fato que não poderia ter sido omitido legitimamente pelo outro contratante” (**Compra e Venda de Participações Societárias de Controle**. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 330). Especificamente sobre “sandbagging” na prática contratual, no sentido discutido neste artigo, Charles K. Whitehead aponta tratar-se, para muitos, de conduta “eticamente questionável” (*Sandbagging: Default Rules and Acquisition Agreements*. **Delaware Journal of Corporate Law**. v. 36, p. 1081-1115, 2011, p. 1103).

interferência no direito, sobretudo em matéria de direito empresarial, e em que termos, é discutível.

Observa-se, também, que o tema é pertinente não apenas quanto a contratos regidos pelo direito brasileiro, mas pode, outrossim, ser levado ao crivo do Poder Judiciário nacional, ainda que a avença seja regida por lei estrangeira, no âmbito de contestação a pedido de homologação de sentença judicial ou arbitral estrangeira, em que se pode, ao menos em tese, invocar a exceção da ordem pública, com fulcro em normas atinentes ao dolo e à boa-fé objetiva, para obstar a homologação, caso a decisão homologanda reconheça validade e eficácia à cláusula contratual como a que aqui será discutida.

O estudo do tema é relevante, portanto, não apenas para o advogado que atua na negociação e elaboração do contrato, mas, também, para aquele que atua com solução de disputas, e para aqueles a quem incumbe decidi-las, na esfera judicial e arbitral.

Na Parte 1, aborda-se a origem, definição e o tratamento da cláusula usualmente denominada *pró-sandbagging* nos Estados Unidos. Na Parte 2, explora-se o panorama normativo à luz do qual tal disposição contratual deve ser examinada no Brasil. Conclui-se, ao final, que a cláusula em questão é, em tese (diz-se “em tese”, porque, no direito, as circunstâncias do caso concreto sempre hão de ser consideradas), válida e eficaz sob o ordenamento jurídico brasileiro.

## **1. ORIGEM, DEFINIÇÃO E TRATAMENTO DA CLÁUSULA DENOMINADA PRÓ-SANDBAGGING NO DIREITO NORTE-AMERICANO**

A origem do termo “sandbagging” remonta aos Estados Unidos do século XIX. Gangues utilizavam meias cheias de areia (“sandbags”), aparentemente inofensivas, como armas, que poderiam causar dano substancial às vítimas. A expressão também é usada no golfe, para se referir a jogador que finge ser pior do que é, a fim de obter vantagem

sobre o competidor que o desconhece (“sandbagger”). Essa prática, no jogo, é considerada espúria, inadmissível<sup>488</sup>.

A ideia de “sandbagging” se desenvolveu, nos Estados Unidos, a partir do denominador comum a ambas essas figuras: ocultação da verdadeira posição, potencial ou intuito de alguém, a fim de obter vantagem sobre outrem. Na prática norte-americana de aquisição de participações societárias, o termo é utilizado para se referir à situação em que o comprador tem ou vem a ter ciência, por meio de sua própria diligência ou conhecimento superior, quando da assinatura ou entre a assinatura e o fechamento do contrato, de que alguma das declarações ou garantias do vendedor, na avença, não é verdadeira, mas, a despeito desse conhecimento, prossegue com a transação, e, depois do fechamento, busca indenização do vendedor por referida violação<sup>489</sup>.

Com efeito, o comprador, em paralelo à negociação de cláusulas de declarações e garantias, pode ter conduzido auditoria na sociedade em que pretende adquirir a participação societária, antes da assinatura do contrato, ou entre a assinatura e o fechamento. Pode ocorrer que o comprador, no curso da auditoria, tome conhecimento de que alguma das declarações ou garantias prestadas pelo vendedor não corresponde à realidade<sup>490</sup>. O pleito indenizatório formulado após o fechamento serviria, na prática, como um ajuste de preço pós-fechamento<sup>491</sup>, embora esse ajuste esteja sujeito, em regra, a limites previstos no contrato quanto ao valor de eventual indenização.

As cláusulas que se denominam *pró-sandbagging* são aquelas que, nessa situação, favorecem o comprador, permitindo que se

---

488 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, 2007, p. 3.

489 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, 2007, p. 3.

490 BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. **Compra e Venda de Participações Societárias de Controle**. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 353.

491 WHITEHEAD, Charles K. Sandbagging: Default Rules and Acquisition Agreements. **Delaware Journal of Corporate Law**. v. 36, p. 1081-1115, 2011, p. 1085.

valha da declaração ou garantia negociada e contratada e que soube, de antemão (notadamente, no curso da auditoria pré-assinatura ou pré-fechamento<sup>492</sup>), não ser verdadeira, sem que tenha a obrigação de revelar essa “descoberta” ao vendedor<sup>493</sup>. Há, por outro lado, cláusulas contrárias ao “sandbagging”, que, nessa situação, protegem o vendedor, afastando os remédios contratuais previstos em favor do comprador em caso de violação de cláusula de declaração e garantia

---

492 Há quem entenda que o conhecimento do comprador prévio à assinatura do contrato, e aquele obtido entre a assinatura e o fechamento, dariam ensejo a tratamento diverso, sendo o acolhimento de posterior pleito indenizatório do comprador particularmente difícil no primeiro caso (WHITEHEAD, Charles K. Sandbagging: Default Rules and Acquisition Agreements. *Delaware Journal of Corporate Law*. v. 36, p. 1081-1115, 2011, p. 1083, nota 5.)

493 Exemplos concretos de cláusulas que seriam “pró-sandbagging” em benefício do comprador, em contrato de compra e venda de participação societária regido pelo direito brasileiro, podem ser encontrados em parecer elaborado por Mariana Pargendler e Carlos Portugal Gouvêa, em resposta a consulta formulada por uma das partes em procedimento arbitral (**As diferenças entre declarações e garantias e os efeitos do conhecimento**. Ago./2020. p. 22-23. Disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3668391](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3668391). Último acesso em: 12.07.2022.). Tais cláusulas, transcritas no parecer, tinham a seguinte redação:

“6.1.5. Auditoria. A Compradora declara, neste ato, que realizou, por meio de seus administradores, empregados ou terceiros por ela contratados, uma auditoria contábil, financeira, administrativa, legal, regulatória, fiscal, trabalhista, operacional e ambiental das Companhias Alvo e das Subsidiárias, de maneira considerada adequada e satisfatória, de forma a permitir a celebração deste Contrato. No entanto, tal auditoria feita pela Compradora e seus representantes não terão efeito sobre (e deverão ser desconsideradas para fins de) as declarações, garantias, avenças e outras obrigações das Vendedoras, e todos os direitos da Compradora (incluindo direitos de indenização), nos termos deste Contrato.”

“6.1.7. Conhecimento. A Compradora possui conhecimento e experiência em assuntos financeiros e comerciais que lhe permitem avaliar os méritos e riscos da Operação e, sem limitar a abrangência dos termos do presente, é capaz de arcar com os riscos econômicos da Operação, tendo sido devidamente orientada por consultores financeiros e jurídicos. No entanto, o conhecimento e a experiência por parte da Compradora (e a respectiva orientação por consultores) não terão qualquer efeito sobre (e deverão ser desconsideradas para fins de) todas as declarações, garantias, avenças e outras obrigações das Vendedoras, e todos os direitos da Compradora (incluindo os direitos de indenização), nos termos deste Contrato.”

“6.1.8. Decisão da Compradora. A Compradora declara que sua decisão de celebrar o presente Contrato não se baseia em outras declarações, garantias, afirmações, orientações, documentos, previsões ou outras informações de qualquer natureza fornecidas pelas Vendedoras, pelas Companhias-Alvo, pelas Subsidiárias ou por seus representantes, exceto pelas declarações e garantias contidas neste Contrato.”

(em regra, indenização) de que já tinha conhecimento o comprador antes da assinatura ou do fechamento do contrato<sup>494</sup>.

O que se refere por “sandbagging” do comprador, então, pode ser assim resumido: “knowing of the breach, closing, and then asserting a post-closing claim”<sup>495</sup>.

Mariana Pargendler e Carlos Portugal Gouvêa afirmam que “[a] bem da verdade, tal conduta é implausível em um contexto negocial sério”<sup>496</sup>. Pondera-se, porém, que várias podem ser as razões do comprador, não necessariamente imbuído de dolo ou má-fé, para, nessa hipótese, em vez de ser forçado a escolher entre tentar uma renegociação do preço ou desistir do negócio, seguir com a transação e, posteriormente, pleitear indenização, com base nas declarações e garantias negociadas e contratadas<sup>497</sup>. Questiona-se, inclusive, nos Estados Unidos, a própria denominação do comprador, na hipótese tratada, de “sandbagger”, cujo cunho negativo é indiscutível<sup>498</sup>:

Sandbagging in the M&A world is the claimed existence of knowledge on the part of the buyer of an existing breach by the seller of one or more of the bargained for representations and warranties, prior to date the buyer completes its purchase. But

---

494 BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. **Compra e Venda de Participações Societárias de Controle**. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 353.

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

496 **As diferenças entre declarações e garantias e os efeitos do conhecimento**. Ago./2020. p. 26. Disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3668391](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3668391). Último acesso em: 12.07.2022. Em que pese essa ponderação, o debate, sobretudo jurisprudencial, existente a respeito da matéria, especialmente nos Estados Unidos, sugere que não se trata de situação inexistente, ou quase, na prática negocial.

497 Nesse sentido: 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, Jan. 2007, p. 3.

498 WEST, Glenn D. **A Delaware Supreme Court Footnote Reignites Concerns about the Reliability of Contractual Representations and Warranties – Are Deal Lawyers Really Going to Start Debating Sandbagging Again?** Out./2018. p. 3. Disponível em: <https://privateequity.weil.com/features/delaware-supreme-court-footnote/>. Último acesso em: 13.07.2022.

does a buyer with such purported knowledge in such a context really deserve to be assigned such a harsh moniker as ‘sandbagger’? In most cases the answer is decidedly no.

Isso não significa que a boa-fé objetiva, no direito contratual norte-americano, tenha papel meramente marginal e/ou de muito menor relevância do que tem em ordenamentos de “civil law”, em razão da importância que se reconhece à autonomia privada, como parece ser o senso comum.

O exame da jurisprudência norte-americana em matérias associadas a contratos de compra e venda de participação societária aponta que a boa-fé e deveres a ela atrelados podem ter papel importante e, quiçá, determinante, na solução de litígios entre comprador e vendedor. O que se observa, nesse exame, não é uma negação da boa-fé como elemento importante nas relações contratuais, mas formulações mais específicas ou sofisticadas, que podem ser consideradas mais restritivas, quanto ao escopo desses deveres em determinadas situações concretas, inclusive considerando o que foi ou poderia ter sido e não foi negociado e pactuado expressamente entre as partes na avença<sup>499</sup>. Ademais, também naquele país, em regra, não se reconhece eficácia a cláusulas contratuais que afastem ou limitem os remédios jurídicos cabíveis em casos de “fraud” e “negligent misrepresentation”, que seriam figuras análogas ao dolo antecedente ou contemporâneo à formação o contrato<sup>500</sup>.

---

499 Nesse sentido, veja-se, por exemplo, o exame de decisões envolvendo os denominados “implied duty of good faith and fair dealing” e “implied obligation to use reasonable efforts” em matéria de *earn-out*, em: CRIMMINS, Paul M.; GRAY, Ben; WALLER, Jessica. *Earn-outs in M&A transactions: key structures and recent developments*. In: **M&A Journal**. v. 10, n. 10, p. 4-7 (reimpressão). Disponível em: [https://www.mayerbrown.com/Files/Publication/5b829276-5f8b-4a5a-ad5f-a492e73d6574/Presentation/PublicationAttachment/a5e9717d-c9d1-4c00-be87-828ef83e4776/Earn-outs\\_MA.pdf](https://www.mayerbrown.com/Files/Publication/5b829276-5f8b-4a5a-ad5f-a492e73d6574/Presentation/PublicationAttachment/a5e9717d-c9d1-4c00-be87-828ef83e4776/Earn-outs_MA.pdf). Último acesso em 09.07.2022.

500 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**, v. 923, set. 2012, p. 115-143, versão online, p. 8/15. Na mesma linha, Mariana Pargendler e Carlos Portugal Gouveia observam que, “[n]o

A discussão sobre “sandbagging”, nos Estados Unidos, também perpassa esses elementos.

Nos casos baseados em responsabilidade extracontratual por fraude envolvendo omissão informacional ou fornecimento de informação inverídica ou inexata (“tort claim for fraud based on an intentional or reckless misrepresentation of fact”), exige-se que o comprador tenha confiado na informação garantida (“reliance”)<sup>501</sup>, o que implicaria não ter conhecimento da violação antes do fechamento do contrato<sup>502</sup>. Não há consenso, porém, na jurisprudência norte-americana, quanto à necessidade desse elemento para o acolhimento de pleito indenizatório fundado em violação de uma declaração ou garantia expressa no contrato<sup>503</sup>.

A doutrina norte-americana relata que as cortes de alguns estados aplicam, nessa hipótese, a mesma regra da responsabilidade extracontratual antes referida (exigência de “reliance”), ao passo que, em outros estados, exige-se tão somente a demonstração de que a violação à declaração ou garantia contratualmente pactuada existiu. Outros, ainda, embora examinem a questão sob a ótica contratual, consideram haver renúncia do comprador ao pleito indenizatório fundado em violação de declaração ou garantia do vendedor que já conhecia antes da assinatura ou do fechamento, salvo se tiver

---

*common law*, utilizam-se os institutos do *mistake*, *misrepresentation* e *fraud* para retirar a validade de negócios jurídicos fundados em premissas falsas que afetem a higidez da declaração de vontade, bem como para fins indenizatórios. Já a tradição continental lida com a mesma questão por meio dos institutos do erro (Código Civil, Art. 138 *et seq.*) e do dolo (Código Civil, Art. 145 *et seq.*)”. (**As diferenças entre declarações e garantias e os efeitos do conhecimento.** Ago./2020. p. 15. Disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3668391](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3668391). Último acesso em: 12.07.2022.)

501 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, Jan. 2007, p. 4.

502 PARGENDLER, Mariana; GOUVÊA, Carlos Portugal. **As diferenças entre declarações e garantias e os efeitos do conhecimento.** Ago./2020. p. 23-24. Disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3668391](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3668391). Último acesso em: 12.07.2022.

503 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, Jan. 2007, p. 4.

especificamente ressalvado, antes do fechamento, seu direito de buscar indenização.<sup>504</sup>

Observa-se, não obstante, que, mesmo nos estados em que o elemento de “reliance” é exigido como fundamento da pretensão calcada na violação de declaração ou garantia contratual expressa, uma cláusula usualmente considerada *pró-sandbagging* (também denominada “anti-anti-sandbagging” ou de “knowledge savings”) bem escrita pode ser efetiva<sup>505</sup>. Em outras palavras, qualquer que seja o entendimento das cortes locais quanto à regra geral, aplicável no silêncio das partes, denominada “default rule” (a “tradicional”, em que se exige “reliance”, ou a “moderna”, mais recente, que independe do conhecimento do comprador quando do fechamento), as partes podem contratar diversamente, de modo a afastá-la<sup>506</sup>.

Trata-se, portanto, nos Estados Unidos, segundo apontado na doutrina daquele país, de matéria sobre a qual as partes podem dispor; e, com grande frequência, efetivamente dispõem. Uma pesquisa realizada nos Estados Unidos apontou que, entre as transações tornadas públicas, entre julho de 2007 e junho de 2011, aproximadamente 45-55% dos contratos continham uma cláusula dessa natureza, ao passo que aproximadamente 40-50% eram silentes

---

504 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, Jan. 2007, p. 5.

505 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, Jan. 2007, p. 7, nota 16.

506 WHITEHEAD, Charles K. Sandbagging: Default Rules and Acquisition Agreements. **Delaware Journal of Corporate Law**. v. 36, p. 1081-1115, 2011, p. 1084-1085. Anota-se que, no entendimento desse autor, baseado nessa premissa, uma regra geral anti-sandbagging, aplicável no silêncio das partes, seria mais eficiente, pois nem todos os compradores arcaiam com os custos de negociar cláusula desta natureza, mas somente aqueles a quem ela efetivamente interessa, ao passo que seria mais fácil ao vendedor identificar o comprador que seria um “sandbagger” em potencial e que, portanto, demanda maior cautela quanto às declarações e garantias. Ademais, uma regra geral anti-sandbagging também seria mais eficiente nos casos em que o silêncio contratual refletiria uma concessão mútua, pois, sem essa, o comprador ganharia espaço para negociar outras (p. 1102-1106).



a respeito, independentemente da regra geral prevalecente nas diferentes jurisdições, consideradas pró ou anti-sandbagging<sup>507</sup>.

Considerando o uso amplamente disseminado do modelo contratual norte-americano em operações de compra e venda de participação societária envolvendo partes brasileiras e, até mesmo, em transações domésticas entre partes sofisticadas, cujos contratos são regidos pelo direito brasileiro ou, ainda que regidos por direito estrangeiro, devam produzir efeitos no Brasil, mostra-se útil e relevante examinar a compatibilidade desse tipo de cláusula contratual com nosso ordenamento jurídico, notadamente à luz de normas geralmente consideradas cogentes e de ordem pública.

## 2. A CLÁUSULA PRÓ-SANDBAGGING NO DIREITO BRASILEIRO: ANÁLISE DE COMPATIBILIDADE

Ainda na vigência do Código Civil de 1916, firmou-se, paulatinamente, o entendimento de que, a despeito de expressa imposição legal, ou de não integrar, de forma específica, a natureza de determinado contrato (como ocorreria, por exemplo, no contrato de seguro), existiria um dever de informar recíproco, “como consequência da lealdade contratual acerca dos pontos relevantes para a formação de um hígido consentimento”. A questão sobre “o que se deve falar”, porém, seria difícil e fortemente ligada às circunstâncias do caso concreto<sup>508</sup>.

No âmbito do Código Civil de 2002, segundo Giovana Benetti<sup>509</sup>, haveria um dever legal de informar, derivado do art. 147, que não se confundiria com o dever de informar da fase pré-contratual, derivado da boa-fé objetiva, em relação a elementos, fontes e consequências.

---

507 WHITEHEAD, Charles K. Sandbagging: Default Rules and Acquisition Agreements. **Delaware Journal of Corporate Law**. v. 36, p. 1081-1115, 2011, p. 1100.

508 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**, v. 923, set. 2012, p. 115-143, versão online, p. 5-6/15.

509 **Dolo no direito civil: uma análise da omissão de informações**. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 176-177.

A falta da informação devida poderia ensejar, porém, tanto omissão dolosa, quanto violação culposa ao dever de informar pré-contratual. Tratar-se-ia de incidências diferentes, mas não conflitantes. A invocação de uma ou outra teria como consequência o cabimento ou não da invocação do regime de anulabilidade atinente exclusivamente ao dolo (essencial), e não apenas de pretensão indenizatória.

Foge ao escopo desse artigo explorar as minúcias dessa diferenciação. O relevante, aqui, é identificar que o exame da compatibilidade ou não da cláusula denominada *pró-sandbagging* com o direito brasileiro deve ser realizado sob a ótica de ambas as figuras: dever de agir conforme a boa-fé objetiva, positivado no art. 422 do Código Civil, e ilicitude da omissão dolosa<sup>510</sup>, prevista no art. 147 do Código Civil (que envolveria tanto a má-fé, em contraposição à boa-fé subjetiva, quanto a violação de diretrizes impostas pela boa-fé objetiva<sup>511</sup>).

No que tange às normas relativas ao dolo, Giovanna Benetti afirma não lhe parecer, à luz do direito brasileiro, que “a pactuação de declarações e garantias leve ao prévio afastamento da disciplina do dolo”. Seu entendimento estaria baseado na premissa de que essas cláusulas “servem para reduzir a assimetria informativa e reforçar a assunção de responsabilidade pelas informações prestadas”<sup>512</sup>. No que tange ao tema deste artigo, destaca-se essa última função e indaga-se: não seria precisamente este um dos fundamentos que tornariam admissível a cláusula *pró-sandbagging* para proteger a pretensão indenizatória do comprador a despeito de eventual conhecimento discrepante de cláusula de declaração e garantia que venha a obter durante a “due diligence”?

---

510 “O dolo, [...], além de ‘vício do consentimento’, configura ato ilícito” (AZEVEDO, Antonio Junqueira de. **Novos estudos e pareceres de direito privado**. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 97).

511 BENETTI, Giovana. **Dolo no direito civil: uma análise da omissão de informações**. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 178.

512 **Dolo no direito civil: uma análise da omissão de informações**. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 147.

Como ensina Judith Martins-Costa, o dolo omissivo pressupõe silêncio intencional sobre fato ou circunstância que, de acordo com as regras da boa-fé no direito privado, deveria ter sido informada ou comunicada; ou seja, pressupõe violação dolosa de um dever de informar<sup>513</sup>.

No que tange ao dever de informar derivado da boa-fé objetiva, Antonio Junqueira de Azevedo ensinava que a “exigência maior ou menor de boa-fé” varia conforme o tipo de contrato. Seria maior nos contratos por ele denominados de “contratos existenciais”, associados à subsistência da pessoa humana, como os contratos de consumo, trabalho, locação residencial e compra da casa própria), e menor nos “contratos empresariais ou profissionais”, embora, entre estes, devam-se distinguir entre os relacionais, em que a boa-fé deve ser mais intensa, e os não-relacionais<sup>514</sup>.

Ainda que se assuma que a norma do art. 422 do Código Civil é de ordem pública e, portanto, inderrogável pela vontade das partes<sup>515</sup>, e atentando-se às regras hermenêuticas dos arts. 112 e 113, *caput* e § 1º, III, pode-se admitir, a partir da lição de Junqueira de Azevedo, que, no âmbito dos contratos empresariais, o dever de informar derivado da boa-fé objetiva e subjacente ao art. 147 do Código Civil comporta variações de escopo e intensidade, de acordo com o contrato de que trate e, na mesma linha, com o que for negociado e inequivocamente nele pactuado entre as partes.

Nesse diapasão, se o suposto dever de informar do comprador, quanto a eventuais constatações de auditoria contrárias às declarações e garantias prestadas pelo vendedor, é contratualmente modulado ou dispensado pelas partes, expressa ou implícita, mas inequivocamente,

---

513 Os regimes do dolo civil no direito brasileiro: dolo antecedente, vício informativo por omissão e por comissão, dolo accidental e dever de indenizar. **Revista dos Tribunais**, v. 923, set. 2012, p. 115-143, versão online, p. 4/15.

514 **Novos estudos e pareceres de direito privado**. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 99-101.

515 Como defende, por exemplo, Judith Martins-Costa (Os regimes do dolo civil no direito brasileiro: dolo antecedente, vício informativo por omissão e por comissão, dolo accidental e dever de indenizar. **Revista dos Tribunais**, v. 923, set. 2012, p. 115-143, versão online, p. 8/15).

não parece correto afirmar haver ofensa à boa-fé objetiva, nem dolo por omissão do comprador. Isso porque, na hipótese, não haveria dever de informar, nem estaria preenchido um dos pressupostos ou elementos essenciais do dolo, i.e., silêncio intencional sobre algo que deveria ter sido informado.

A cláusula *pró-sandbagging* não seria, nesta senda, uma espécie de cláusula de imunidade, limitação ou exoneração de responsabilidade do comprador que agira dolosamente, ao silenciar sobre achados de auditoria e valer-se, posteriormente, do remédio contratualmente previsto para a violação da cláusula de declaração e garantia<sup>516</sup>. Ela excluiria a própria existência do dolo nessa hipótese, e teria, portanto, o condão de afastar as regras legais atinentes a esta figura. Do mesmo modo, tratar-se-ia de delimitação consensual do escopo e intensidade do dever de informar atrelado à boa-fé objetiva no caso concreto. Ou, para usar qualificação invocada por Judith Martins-Costa, espécie de “lícita e consentida ressalva de informações pontuais”, distinta da violação culposa de deveres informativos pré-contratuais e do estratagema enganoso<sup>517</sup>.

Ademais, é reconhecida, em doutrina, para a investigação do grau assumido pelo dever de informar e pelo dever ou ônus de autoinformação, a necessidade de avaliar a posição de cada uma das partes em relação à possibilidade de buscar informações determinantes para o regulamento de interesses do negócio, à luz das circunstâncias

---

516 Ainda de acordo com Judith Martins-Costa, “[n]ão beneficia o autor do dolo a inserção, no contrato, de cláusulas visando limitar a responsabilidade ou restringir os remédios jurídicos disponíveis à parte lesada em razão do dolo antecedente ou contemporâneo à formação do contrato” (Os regimes do dolo civil no direito brasileiro: dolo antecedente, vício informativo por omissão e por comissão, dolo accidental e dever de indenizar. **Revista dos Tribunais**, v. 923, set. 2012, p. 115-143, versão online, p. 8/15).

517 Os regimes do dolo civil no direito brasileiro: dolo antecedente, vício informativo por omissão e por comissão, dolo accidental e dever de indenizar. **Revista dos Tribunais**, v. 923, set. 2012, p. 115-143, versão online, p. 7/15.

do caso concreto<sup>518</sup>. Nesse sentido, Judith Martins-Costa<sup>519</sup>, referência no tema da boa-fé objetiva no Brasil, ensina, colacionando doutrina espanhola, que

[n]ão há, em linha de princípio, o dever de informar concernente a elementos notórios e a dados que o lesado conhecia **ou devia razoavelmente conhecer**, por exemplo, em razão de sua profissão ou pelo ambiente econômico-social em que age. A exigência de uma conduta segundo a boa-fé “supõe que cada parte deva informar a outra sobre os dados que aquele ignora **e não está em condições de conhecer por si mesma**”.

[...]

**[S]e o lesado puder ter acesso, razoavelmente, à informação, não há, para a contraparte, o dever de informar:** a inércia própria não desloca a responsabilidade para a esfera alheia. [...] A possibilidade de obter a informação é apreciada à luz das particulares circunstâncias do caso. (Grifou-se.)

A mesma autora, desta feita tratando do dolo informativo, destaca que não há direito subjetivo absoluto à informação, nem “direito ilimitado e incondicionado à verdade”, “mormente nas relações entre comerciantes”. E aponta que o resguardo dos próprios interesses é verdadeiro dever ou ônus jurídico (“dever geral de diligência para com os próprios interesses, que a todos incumbe”<sup>520</sup>); elemento central na delimitação do escopo do dever de informar, em contraposição ao dever de se informar e ao ônus jurídico de autoinformação. Assim, a informação pode não ser devida – em outras palavras, não haveria

---

518 Assim ensina o italiano Giuseppe Grisi, citado por Giovana Benetti, em: **Dolo no direito civil: uma análise da omissão de informações**. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 191.

519 **A Boa-fé no Direito Privado: critérios para a sua aplicação**. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2018, p. 592-593.

520 MARTINS-COSTA, Judith. **A Boa-fé no Direito Privado: critérios para a sua aplicação**. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2018, p. 591.

dever de informar – se o comprador já a conhece ou se ela é acessível – e, portanto, ele poderia conhecê-la – mediante atuação diligente para com os próprios interesses<sup>521</sup>.

A mesma lógica parece aplicável na direção oposta, especialmente considerando que, em regra, é o vendedor quem está em melhor posição de conhecer todos os pormenores da empresa<sup>522</sup> (não se está aqui considerando a situação particular de “management buy-out”<sup>523</sup>).

A negociação de uma cláusula pró-*sandbagging* pode ter como premissa essa circunstância, e como objetivo, a ela associado, reforçar a responsabilidade do vendedor por bem conhecer e garantir o que está alienando, independentemente do que venha a apreender o comprador durante a auditoria. Haveria, em tal cláusula, para ambas as partes, incentivo e legitimação para o resguardo dos próprios interesses. Este objetivo não parece ser ilegal, nem mesmo imoral,

---

521 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**, v. 923, set. 2012, p. 115-143, versão online, p. 3-4/15.

522 Como observa, também, Judith Martins-Costa, “nas operações de fusões e aquisições societárias, nem o mais diligente dos procedimentos de “due diligence” permitirão (sic) que o comprador, em um curto espaço de tempo, saiba mais sobre a empresa do que os seus administradores e controladores de longa data” (**A Boa-fé no Direito Privado: critérios para a sua aplicação**. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2018, p. 593, nota 118). No mesmo sentido, Giovana Benetti, segundo a qual os contratos de compra e venda de participação societária têm, como peculiaridade, o fato de que, “por mais completa que a auditoria seja, o comprador não alcançará conhecimento sobre a sociedade em nível equivalente ao do vendedor, que estava à frente dos negócios” (**Dolo no direito civil: uma análise da omissão de informações**. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 298-299).

523 A respeito, bem esclarece Gabriel Saad Kik Buschinelli: “[h]á, por fim, possibilidade específica que se reconhece no âmbito da compra e venda de participações societárias e que consiste em uma peculiar inversão do dever de informar, que passa a incumbir ao comprador em benefício o vendedor. Trata-se da situação de aquisição de controle pela administração (*management buy-out*), hipótese em que a disciplina de deveres societários de lealdade impostos à administração propicia conformação específica ao dever de informar do vendedor” (**Compra e Venda de Participações Societárias de Controle**. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 325). Isso se deve ao fato de que, diversamente de um comprador estranho à sociedade, o administrador, em regra, detém ainda mais informações e conhecimento sobre a empresa do que o sócio que não ocupa cargo de administração. Como consequência, nessa hipótese, o comprador estaria em melhor posição informacional do que o vendedor.

se negociado e pactuado entre partes com paridade de forças, cientes da assimetria informacional quase sempre inerente a esse tipo de negócio, e mesmo em cenários de parcial simetria informacional. Tratar-se-ia de alocação consensual de riscos do negócio, tendo por objeto direitos patrimoniais disponíveis, que já encontrava amparo nos princípios da autonomia da vontade e da liberdade de contratar, e, hoje, encontra, ainda, suporte normativo-dogmático expresso no art. 421-A, II, do Código Civil.

Nesse sentido, as considerações de Glenn D. West e Kim M. Shah<sup>524</sup>, embora voltadas ao contexto transacional norte-americano, parecem perfeitamente aplicáveis à luz do ordenamento jurídico brasileiro:

[T]he seller almost always seeks to assure that the buyer has agreed to a 'non-reliance' provision pursuant to which the buyer is (hopefully) precluded from asserting claims based on breaches of representations and warranties made outside the written contract. The seller also seeks, pursuant to an 'exclusive remedies' clause, to make the seller's liability for any breaches of representations and warranties that are made in the written contract subject to specific, limited and contractual (as opposed to tort-based) remedies. These are all considered appropriate allocations of risk between the buyer and seller. When a buyer seeks to avoid subjecting itself to tort-like concepts that might deprive the buyer of the benefit of the exclusive and limited indemnification obligations it bargained for from the seller based on what the buyer knew, discovered or might be deemed to have known or discovered outside the four corners of the agreement, why should that be viewed differently. A buyer's refusal to agree to an 'anti-sandbagging' clause and its insistence on the inclusion of a 'knowledge

---

524 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, 2007, p. 4, 7.

savings' or 'anti-anti-sandbagging' clause is to the buyer what the seller's insistence on the inclusion of a non-reliance clause' is to the seller.

[...]

Both parties should be entitled to the benefit of the rights they bargained for in the agreement, and having bargained for those specific rights, neither party should thereafter be able to claim it was sandbagged.

Na dinâmica da relação contratual entre as partes, essa pactuação pode ter, ainda, outra função, que não parece se enquadrar nos rótulos pejorativos de “direito subjetivo à mentira contratual”<sup>525</sup> ou de “licença para mentir”<sup>526</sup>.

Assim como as cláusulas de representação e garantia podem facilitar a prova do caráter determinante de determinados elementos para o negócio<sup>527</sup>, uma cláusula pró-*sandbagging*, negociada e precificada pelas partes, pode servir para dispensar ou contornar a dificuldade de provar que o comprador tomou conhecimento de determinado fato ou informação na auditoria e o omitiu e/ou prevenir litígios a respeito. A cláusula pró-*sandbagging* tornaria mais objetivo

---

525 Expressão utilizada por Judith Martins-Costa, para quem é incontroverso que tal direito não existe (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**, v. 923, set. 2012, p. 115-143, versão online, p. 7/15).

526 Essa expressão é utilizada por Mariana Guerra Sabadin, que assim a define, no contexto de sua investigação: “investigar se as partes de negócios jurídicos empresariais celebrados à luz do ordenamento jurídico brasileiro podem evocar a autonomia privada para, por meio da inserção no contrato de mecanismos importados da *common law* – como as declarações e garantias, as regras de indenização e limitação de responsabilidades (frequentemente acompanhadas de disposição de remédio exclusivo), as cláusulas de entendimento integral e os dispositivos de *disclaimer of reliance* –, estabelecer limites à responsabilidade extracontratual por dolo prevista no Código Civil e, assim, criar contratualmente verdadeira licença para mentir” (**Autonomia privada e licença para mentir – uma investigação sobre a possibilidade de limitação contratual da responsabilidade por dolo**. Dissertação de Mestrado. Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas. Orientadora: Prof. Mariana Pargendler. São Paulo: 2015.)

527 Como se reconheceria no direito francês, segundo relata Giovana Benetti, com base em doutrina de Marie Caffin-Moi (**Dolo no direito civil: uma análise da omissão de informações**. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 149 e nota 553).



o exame da violação contratual e o cabimento do remédio contratual ou legal respectivo, o que pode ser positivo para ambas as partes, considerando os altos custos, diretos e indiretos, de um litígio.

Essa ideia, aplicada à cláusula *pró-sandbagging*, parece compatível com aquela de que as declarações e garantias são, em regra, elementos considerados para a precificação do negócio, ao menor custo possível para partes (sem prejuízo de algumas delas constituírem, também, elementos essenciais da formação da própria vontade de contratar e da conformação do contrato)<sup>528</sup>.

Nessa linha, como decidido, por maioria, pela Corte de Nova Iorque, em um caso, o que importaria, do ponto de vista jurídico, na hipótese, não seria a confiança do comprador de que a declaração ou garantia prestada pelo vendedor é verdadeira, mas o fato de ter adquirido a declaração ou garantia do vendedor sobre seu objeto<sup>529</sup>. No caso da cláusula *pró-sandbagging*, isso decorreria da alocação de riscos voluntariamente negociada e pactuada pelas partes no contrato.

Para Gabriel Saad Kik Buschinelli, em linha com o que se defendeu supra, admite-se, no direito brasileiro, que haja negociação

---

528 Nesse sentido, Ronald Gilson, citado por Mariana Pargendler e Carlos Portugal Gouvêa, refere a “uma visão das declarações e garantias como meio de produzir a informação necessária à precificação da transação ao menor custo” (“a view of representations and warranties as a means of producing the information necessary to pricing the transaction at the lower cost”). In: **As diferenças entre declarações e garantias e os efeitos do conhecimento**. Ago./2020. p. 21-22, nota 38. Disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3668391](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3668391). Último acesso em: 12.07.2022. Outrossim, Charles K. Whitehead assevera que as garantias são meios pelos quais o vendedor pode fornecer informação a um custo mais baixo, o que serve como um substituto eficiente, em termos de custo, para a *due diligence* do comprador, e leva a um preço de aquisição mais alto (Sandbagging: Default Rules and Acquisition Agreements. **Delaware Journal of Corporate Law**. v. 36, p. 1081-1115, 2011, p. 1104). Também destacando o papel das declarações e garantias expressamente pactuadas na precificação do negócio, Glenn D. West e Kim M. Shah apontam que as declarações e garantias negociadas (“bargained for”), assim como os limites indenizatórios pactuados em caso de violação, foram considerados no preço que o comprador se dispôs a pagar (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, Jan. 2007, p. 6).

529 BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. **Compra e Venda de Participações Societárias de Controle**. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 354. O caso citado é CBS Inc. v. Ziff Davis Publishing Co. et al., 75 NY 2nd 496 (N.Y. 1990).

entre as partes sobre a amplitude do dever de informar. Não poderia o comprador alegar violação desse dever, quando tenha aceitado que fosse limitado<sup>530</sup>.

Em relação paritária, o mesmo deveria valer na direção oposta. Não obstante, o mesmo autor, no esteio de decisão judicial espanhola e do entendimento de doutrinador italiano, defende que, no direito brasileiro, a posição que parece mais adequada seria aquela segundo a qual

uma vez que se constate que o comprador conhecia a deformidade em relação ao quanto foi prometido pelo vendedor em cláusula de declaração e garantia, deve-se, a princípio, interpretar o contrato e, especificamente, a cláusula de garantia como não abrangendo uma situação conhecida pelo comprador e que poderia ser por ele utilizada para negociar eventual redução do preço<sup>531</sup>.

Salvo melhor juízo, esse entendimento não parece considerar a hipótese de existir, no contrato, cláusula expressa que resguarde o direito do comprador de acionar os remédios contratuais em caso de declaração e garantia que não se mostre verdadeira, a despeito de qualquer conhecimento que o comprador porventura tenha obtido, ao realizar auditoria ou de outro modo, antes ou depois da assinatura do contrato (na segunda hipótese, antes do fechamento)<sup>532</sup>, nem parece

---

530 **Compra e Venda de Participações Societárias de Controle**. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 342.

531 **Compra e Venda de Participações Societárias de Controle**. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 355.

532 Como é recomendável, a fim de que a vontade expressamente declarada reflita o que foi pactuado, em prol da certeza e da previsibilidade. Nesse sentido, mesmo nos Estados Unidos, diante das controvérsias sobre o tema lá existentes, Charles K. Whitehead pondera que “[b]uyers who particularly value a sandbagging right may develop standard solutions, relying on the certainty of express contractual language rather than the default rule” (Sandbagging: Default Rules and Acquisition Agreements. **Delaware Journal of Corporate Law**. v. 36, 2011, p. 1081; também, p. 1088). Também recomendando a adoção expressa de tal cláusula, ante a incerteza que o silêncio

enfrentar a legalidade, sob o direito brasileiro, de cláusula contratual com esse teor.

Essa análise, mais pormenorizada, foi feita por Mariana Pargendler e Carlos Portugal Gouvêa, em parecer jurídico supra referido<sup>533</sup>.

Defendem esses autores que, ainda que se admita a validade, no direito brasileiro, em respeito à autonomia da vontade, de cláusula contratual que busca desconsiderar o conhecimento da compradora para fins indenizatórios (“sandbagging”), esta teria eficácia restrita a violações de “verdadeiras garantias contratuais de natureza objetiva (*warranties*)”. Não contemplaria, portanto, meras declarações (“representations”), que se refeririam a fatos passados ou presentes (os “principais pressupostos de fato com relação à empresa cujo controle é alienado”), em contraposição às garantias, que consistiriam em “afirmação de um fato ou [...] promessa feita pelo vendedor com relação ao bem objeto da negociação, assegurando que tal bem estaria de acordo com a afirmação ou promessa”, a qual pode se referir a eventos futuros<sup>534</sup>.

---

contratual a respeito pode gerar, em caso de litígio, a depender da jurisdição: WEST, Glenn D. **A Delaware Supreme Court Footnote Reignites Concerns about the Reliability of Contractual Representations and Warranties – Are Deal Lawyers Really Going to Start Debating Sandbagging Again?** Out./2018. p. 4-5. Disponível em: <https://privateequity.weil.com/features/delaware-supreme-court-footnote/>. Último acesso em: 13.07.2022. E, do mesmo autor, recomendando, adicionalmente, a rejeição, pelo comprador, da inclusão, no contrato, de cláusula “anti-sandbagging”: 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, Jan. 2007, p. 6.

533 Vide, supra, nota 1.

534 **As diferenças entre declarações e garantias e os efeitos do conhecimento.** Ago./2020. p. 12-13, 26-27. Disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3668391](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3668391). Último acesso em: 12.07.2022. As declarações tutelariam um interesse negativo (“[a] indenização, se cabível, seria quantificada de forma a colocar a parte lesada na posição em que estaria se a declaração falsa não tivesse existido”), ao passo que as garantias tutelariam um interesse positivo (“eventual indenização deve buscar colocar a parte lesada na situação em que estaria se a qualidade garantida fosse verdadeira”) (p. 12, 17).

A diferença central entre ambas seria a dispensa, ou não, da perquirição de elemento subjetivo – estado psíquico, conhecimento ou culpa do declarante ou garante<sup>535</sup>:

[U]ma diferença central é que a garantia elimina a discussão acerca do elemento subjetivo (estado psíquico, conhecimento ou culpa) de quem faz a afirmação. No caso de mera declaração, para obter um remédio jurídico, é necessário provar que (i) o declarante sabia (ou, no mínimo, deveria saber, em caso de *negligent misrepresentation*) que a declaração era falsa ou deliberadamente induziu a outra parte a agir com base em um erro sobre os fatos e (ii) que o destinatário confiou na informação falsa (elemento de *reliance*). Daí decorre que, sempre que a declaração estiver condicionada à averiguação do estado subjetivo do declarante, estar-se-á diante de simples declaração, e não de verdadeira obrigação de garantia.

Ainda segundo Pargendler e Gouvêa, a cláusula que busca desconsiderar o conhecimento da compradora para fins indenizatórios tampouco poderia ser utilizada, pelo comprador, como uma “carta na manga”, ocultada da contraparte, a ser invocada apenas após o fechamento, a despeito do conhecimento anterior sobre a inexatidão ou inveracidade da garantia prestada, a fim de pleitear indenização. Isso porque, segundo entendem, isso afrontaria a boa-fé objetiva, que teria maior proeminência nos ordenamentos de “civil law”. Esse

---

535 **As diferenças entre declarações e garantias e os efeitos do conhecimento.** Ago./2020. p. 17. Disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3668391](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3668391). Último acesso em: 12.07.2022. Para os autores, no direito brasileiro, a diferença entre as declarações e as garantias em um contrato de compra e venda de participações societárias seria ainda mais evidente: “[e]nquanto eventuais declarações no âmbito de um contrato têm função conformadora da vontade negocial, a garantia contratual configura, no jargão civilístico, verdadeira obrigação de garantia – obrigação essa que, mais forte e protetiva do que as obrigações de meio e de resultado que preponderam na tradição romanista, depende para o seu surgimento de determinação legal ou expressa pactuação pelas partes” (p. 18).

também seria o entendimento prevalecente, por exemplo, nas cortes de Nova Iorque, que, entre as norte-americanas, estaria, ao lado de Delaware, entre as jurisdições mais favoráveis ao “sandbagging”<sup>536</sup>.

Há que se considerar, contudo, que, como observam esses mesmos autores, mesmo nos Estados Unidos, onde as cláusulas de declarações e garantias têm seu berço, muitos advogados usam esses termos como sinônimos (ainda que equivocadamente), e que, no Brasil, há confusão quanto à natureza jurídica dessas cláusulas<sup>537</sup>. Nos Estados Unidos, há, inclusive, quem defenda que a distinção entre “representations” e “warranties” nos contratos já não existe, se é que um dia existiu<sup>538</sup>.

Em suma, a distinção técnica que fazem Pargendler e Gouvêa entre o que seria declaração e o que seria garantia, inclusive para fim de eventual cláusula *pró-sandbagging* prevista no contrato, pode não corresponder a algo que foi efetivamente pensado e negociado entre as partes, e, portanto, à real intenção delas, ao pactuar a cláusula em questão.

A real intenção das partes, como já aventado supra, é critério hermenêutico central no direito brasileiro, como prevê o art. 112 do Código Civil, que não deve ser desconsiderado. A intenção das partes, ao negociar e pactuar as cláusulas de declarações e garantias, bem como cláusula que prevê a irrelevância de eventual conhecimento do comprador quanto à inexatidão ou inveracidade de qualquer delas para fins indenizatórios, pode ter sido, precisamente, tornar objetiva a responsabilidade do vendedor – e, portanto, sua apuração – em relação ao conteúdo de todas elas. Nesse sentido, segundo o pactuado, todas consubstanciariam uma garantia de veracidade do vendedor, e

---

536 **As diferenças entre declarações e garantias e os efeitos do conhecimento.** Ago./2020. p. 24-26, 40. Disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3668391](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3668391). Último acesso em: 12.07.2022.

537 **As diferenças entre declarações e garantias e os efeitos do conhecimento.** Ago./2020. p. 10-12. Disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3668391](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3668391). Último acesso em: 12.07.2022.

538 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, Jan. 2007, p. 5.

ensejariam a reponsabilidade dele, independentemente de elemento subjetivo, em caso de não correspondência com a realidade<sup>539</sup>.

A ideia de “carta na manga”, em afronta à boa-fé objetiva, a seu turno, parece não considerar que a cláusula *pró-sandbagging* pode ter sido negociada e expressamente avençada entre partes com paridade de forças, à vista de funções legítimas que essa cláusula pode exercer na dinâmica contratual, acima aventadas. O precedente novaiorquino colacionado por Pargendler e Gouvêa para defender aquela ideia parece, no próprio excerto citado, ressaltar a possibilidade de expressa pactuação em sentido diverso, em benefício do comprador<sup>540</sup>:

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

Se tal ressalva foi feita, expressa e inequivocamente, no próprio contrato, não teria havido renúncia, notadamente sob a ótica do direito

---

539 Essa parece ser, também, a observação feita por James C. Freund, em lição colacionada por Pargendler e Gouvêa: “usualmente, o comprador está simplesmente buscando uma garantia, e se torna indiferente se o vendedor realmente tem ou não o necessário conhecimento”. Cabível, porém, mesmo em cenário em que as partes não teriam contemplado distinção entre as declarações e as garantias, a ressalva feita por Pargendler e Gouvêa quanto à inserção, em alguma ou algumas dessas cláusulas, da qualificadora de “melhor conhecimento do vendedor”. Esta torna imprescindível a prova, a ser feita pelo comprador, de elemento subjetivo para a responsabilização do vendedor, i.e., de que ele tinha conhecimento e consciência da inveracidade ou inexatidão da declaração quando a exarou. (**As diferenças entre declarações e garantias e os efeitos do conhecimento**. Ago./2020. p. 19-20, 27, e nota 31. Disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3668391](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3668391). Último acesso em: 12.07.2022.)

540 O caso citado é *Gusmao v. GMT Group, Inc.*, 2008 WL 2980039 (S.D.N.Y. Aug. 1, 2008), que cita, a seu turno, *Galli v. Metz*, 973 F.2d 145 (2d Cir. 1992).

brasileiro, em que essa figura se sujeita a interpretação estrita (art. 114 do Código Civil).

Pargendler e Gouvêa também reportam decisão da Suprema Corte de Delaware, de 2018, na qual o Relator, em voto vencedor, teria observado ainda não haver decisão sobre se o acolhimento do pleito indenizatório do comprador por violação de garantia contratualmente pactuada dependeria da confiança do comprador de que ela era verdadeira<sup>541</sup>.

A observação feita sugere, entretanto, que, também naquela jurisdição, pode-se considerar válida e eficaz cláusula contratual que resguarda os direitos do comprador na hipótese, independentemente do que o comprador sabia antes do fechamento. É o que também observa Glenn D. West, que entende ser tal cláusula plenamente justificada e, ante a incerteza que referida observação pode gerar, para alguns, quanto à linha a ser seguida pelas cortes de Delaware em caso de silêncio contratual, reitera anterior sugestão de redação para ela<sup>542</sup>:

No Waiver of Contractual Representations and Warranties – Seller has agreed that Buyer’s rights to indemnification for the express representations and warranties set forth herein are part of the basis of

---

541 **As diferenças entre declarações e garantias e os efeitos do conhecimento.** Ago./2020. p. 24, notas 46 e 47. Disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3668391](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3668391). Último acesso em: 12.07.2022. A decisão citada é do caso *Eagle Force Holdings, LLC v. Campbell*, No. 399, 2017 (Del. Supr., May 24, 2018), e este, o teor da observação referida: “We acknowledge the debate over whether a party can recover on a breach of warranty claim where the parties know that, at signing, certain of them were not true. Campbell argues that reliance is required, but we have not yet resolved this interesting question. (...) We need not decide this interesting issue because such claims are not before the court”.

542 **A Delaware Supreme Court Footnote Reignites Concerns about the Reliability of Contractual Representations and Warranties – Are Deal Lawyers Really Going to Start Debating Sandbagging Again?** Out./2018. p. 4-5. Disponível em: <https://privateequity.weil.com/features/delaware-supreme-court-footnote/>. Último acesso em: 13.07.2022. Referida redação, que o autor denomina de cláusula “anti-anti-sandbagging” ou “knowledge savings”, havia sido sugerida, anteriormente, pelo mesmo autor, em: 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, Jan. 2007, p. 5.

the bargain contemplated by this Agreement; and Buyer's rights to indemnification shall not be affected or waived by virtue of (and Buyer shall be deemed to have relied upon the express representations and warranties set forth herein notwithstanding) any knowledge on the part of the Buyer of any untruth of any such representation or warranty of Seller expressly set forth in this Agreement, regardless of whether such knowledge was obtained through Buyer's own investigation or through disclosure by Seller or another person, and regardless of whether such knowledge was obtained before or after the execution and delivery of this Agreement.

Sem prejuízo da pactuação de cláusula com essa redação, West e Shah destacam a importância, também, da escolha da lei de regência do contrato, considerando os questionamentos que podem surgir quanto à sua validade e eficácia<sup>543</sup>.

Ante o exposto ao longo deste trabalho, cláusula contratual com esse teor, que seria, de acordo com a terminologia usualmente adotada na matéria, considerada pró-*sandbagging*, parece-nos, em tese, compatível, seja no plano da validade, seja no da eficácia, com o direito brasileiro, inclusive à luz das regras atinentes ao dolo e à boa-fé

---

543 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, Jan. 2007, p. 6. Charles K. Whitehead entende que a adoção de formas contratuais padronizadas pode aumentar a segurança, qualquer que seja a lei de regência. Mas parte da premissa de que a regra geral, aplicável no silêncio das partes, é dispositiva (Sandbagging: Default Rules and Acquisition Agreements. **Delaware Journal of Corporate Law**. v. 36, p. 1081-1115, 2011, p. 1089-1090 e nota 33). A adoção de cláusulas padronizadas não será fonte de maior segurança jurídica para as partes se a cláusula em questão for considerada ofensiva a norma cogente (de ordem pública) do ordenamento jurídico que rege o contrato. Whitehead também observa que a escolha da lei aplicável seria mais usualmente influenciada por considerações relacionadas a indenização, efetividade de restrições à concorrência e outras não diretamente relacionadas ao “sandbagging” (p. 1090, nota 34). A questão associada ao “sandbagging”, tal como posta e debatida, está, porém, diretamente relacionada a eventual direito do comprador a indenização, após a conclusão da transação (pós-fechamento). O destaque de West e Shah quanto à importância da escolha da lei aplicável à avença se mostra, portanto, justificado.



objetiva, sem prejuízo do sempre necessário exame do caso concreto. Posicionamo-nos, assim, na boa companhia de Marcelo Trindade, para quem “[a]mbas as cláusulas, pro e anti-sandbagging, são [...] válidas, de maneira geral, à luz do direito brasileiro, lidando apenas com direitos disponíveis”<sup>544</sup>.

## CONSIDERAÇÕES CONCLUSIVAS

Embora breve e longe de ser exauriente, pretende-se, com este artigo, contribuir com a discussão sobre o tema tratado sob a ótica do direito brasileiro, visando à maior segurança jurídica nos negócios de compra e venda de participação societária regidos pela lei brasileira ou que devam produzir efeitos no Brasil. Espera-se, ainda que modestamente, ter logrado esse objetivo.

---

<sup>544</sup> *Sandbagging* e as falsas declarações em alienações empresariais. In: CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de; AZEVEDO, Luis André Azevedo; HENRIQUES, Marcus de Freitas (coord.). **Direito Societário, Mercado de Capitais, Arbitragem e Outros Temas: homenagem a Nelson Eizirik**. v. III. São Paulo: Quartier Latin, 2020, p. 97.

## REFERÊNCIAS

AZEVEDO, Antonio Junqueira de. **Novos estudos e pareceres de direito privado**. São Paulo: Saraiva, 2012.

BENETTI, Giovana. **Dolo no direito civil: uma análise da omissão de informações**. São Paulo: Quartier Latin, 2019.

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

CRIMMINS, Paul M.; GRAY, Ben; WALLER, Jessica. Earn-outs in M&A transactions: key structures and recent developments. **M&A Journal**. v. 10, n. 10. Disponível em: [https://www.mayerbrown.com/Files/Publication/5b829276-5f8b-4a5a-ad5f-a492e73d6574/Presentation/PublicationAttachment/a5e9717d-c9d1-4c00-be87-828ef83e4776/Earn-outs\\_MA.pdf](https://www.mayerbrown.com/Files/Publication/5b829276-5f8b-4a5a-ad5f-a492e73d6574/Presentation/PublicationAttachment/a5e9717d-c9d1-4c00-be87-828ef83e4776/Earn-outs_MA.pdf). Último acesso em 09.07.2022.

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**. v. 923. Set. 2012. p. 115-143. Versão *online*.

\_\_\_\_\_. **A Boa-fé no Direito Privado: critérios para a sua aplicação**. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2018.

PARGENDLER, Mariana; GOUVÊA, Carlos Portugal. **As diferenças entre declarações e garantias e os efeitos do conhecimento**. Ago./2020. Disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3668391](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3668391). Último acesso em: 12.07.2022. E: GOUVÊA, Carlos Portugal; PARGENDLER, Mariana; LEVI-MINZI, Maurizio (org.). **Fusões e Aquisições**. Pareceres. São Paulo: Almedina, 2022.

SABADIN, Mariana Guerra. **Autonomia privada e licença para mentir – uma investigação sobre a possibilidade de limitação**

**contratual da responsabilidade por dolo.** Dissertação de Mestrado. Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas. Orientadora: Prof. Mariana Pargendler. 2015.

TRINDADE, Marcelo. *Sandbagging* e as falsas declarações em alienações empresariais. In: CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de; AZEVEDO, Luis André Azevedo; HENRIQUES, Marcus de Freitas (coord.). **Direito Societário, Mercado de Capitais, Arbitragem e Outros Temas: homenagem a Nelson Eizirik.** v. III. São Paulo: Quartier Latin, 2020, p. 91-103.

WEST, Glenn D. **A Delaware Supreme Court Footnote Reignites Concerns about the Reliability of Contractual Representations and Warranties – Are Deal Lawyers Really Going to Start Debating Sandbagging Again?** Outubro de 2018. Disponível em: <https://privateequity.weil.com/features/delaware-supreme-court-footnote/>. Último acesso em: 13.07.2022.

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, p. 1-9, Jan. 2007.

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

