

**XXXII CONGRESSO NACIONAL DO
CONPEDI SÃO PAULO - SP**

DIREITO EMPRESARIAL I

**VIVIANE COÊLHO DE SÉLLOS KNOERR
RICARDO AUGUSTO BONOTTO BARBOZA**

Todos os direitos reservados e protegidos. Nenhuma parte destes anais poderá ser reproduzida ou transmitida sejam quais forem os meios empregados sem prévia autorização dos editores.

Diretoria - CONPEDI

Presidente - Profa. Dra. Samyra Haydêe Dal Farra Naspolini - FMU - São Paulo

Diretor Executivo - Prof. Dr. Orides Mezzaroba - UFSC - Santa Catarina

Vice-presidente Norte - Prof. Dr. Jean Carlos Dias - Cesupa - Pará

Vice-presidente Centro-Oeste - Prof. Dr. José Querino Tavares Neto - UFG - Goiás

Vice-presidente Sul - Prof. Dr. Leonel Severo Rocha - Unisinos - Rio Grande do Sul

Vice-presidente Sudeste - Profa. Dra. Rosângela Lunardelli Cavallazzi - UFRJ/PUCRio - Rio de Janeiro

Vice-presidente Nordeste - Prof. Dr. Raymundo Juliano Feitosa - UNICAP - Pernambuco

Representante Discente: Prof. Dr. Abner da Silva Jaques - UPM/UNIGRAN - Mato Grosso do Sul

Conselho Fiscal:

Prof. Dr. José Filomeno de Moraes Filho - UFMA - Maranhão

Prof. Dr. Caio Augusto Souza Lara - SKEMA/ESDHC/UFMG - Minas Gerais

Prof. Dr. Valter Moura do Carmo - UFERSA - Rio Grande do Norte

Prof. Dr. Fernando Passos - UNIARA - São Paulo

Prof. Dr. Edinilson Donisete Machado - UNIVEM/UENP - São Paulo

Secretarias

Relações Institucionais:

Prof. Dra. Claudia Maria Barbosa - PUCPR - Paraná

Prof. Dr. Heron José de Santana Gordilho - UFBA - Bahia

Profa. Dra. Daniela Marques de Moraes - UNB - Distrito Federal

Comunicação:

Prof. Dr. Robison Tramontina - UNOESC - Santa Catarina

Prof. Dr. Liton Lanes Pilau Sobrinho - UPF/Univali - Rio Grande do Sul

Prof. Dr. Lucas Gonçalves da Silva - UFS - Sergipe

Relações Internacionais para o Continente Americano:

Prof. Dr. Jerônimo Siqueira Tybusch - UFSM - Rio Grande do Sul

Prof. Dr. Paulo Roberto Barbosa Ramos - UFMA - Maranhão

Prof. Dr. Felipe Chiarello de Souza Pinto - UPM - São Paulo

Relações Internacionais para os demais Continentes:

Profa. Dra. Gina Vidal Marcilio Pompeu - UNIFOR - Ceará

Profa. Dra. Sandra Regina Martini - UNIRITTER / UFRGS - Rio Grande do Sul

Profa. Dra. Maria Claudia da Silva Antunes de Souza - UNIVALI - Santa Catarina

Educação Jurídica

Profa. Dra. Viviane Coêlho de Séllos Knoerr - Unicuritiba - PR

Prof. Dr. Rubens Beçak - USP - SP

Profa. Dra. Livia Gaigher Bosio Campello - UFMS - MS

Eventos:

Prof. Dr. Yuri Nathan da Costa Lannes - FDF - São Paulo

Profa. Dra. Norma Sueli Padilha - UFSC - Santa Catarina

Prof. Dr. Juraci Mourão Lopes Filho - UNICHRISTUS - Ceará

Comissão Especial

Prof. Dr. João Marcelo de Lima Assafim - UFRJ - RJ

Profa. Dra. Maria Creusa De Araújo Borges - UFPB - PB

Prof. Dr. Antônio Carlos Diniz Murta - Fumec - MG

Prof. Dr. Rogério Borba - UNIFACVEST - SC

D597

Direito empresarial I[Recurso eletrônico on-line] organização CONPEDI

Coordenadores: Viviane Coêlho de Séllos Knoerr, Ricardo Augusto Bonotto Barboza – Florianópolis: CONPEDI, 2025.

Inclui bibliografia

ISBN: 978-65-5274-326-8

Modo de acesso: www.conpedi.org.br em publicações

Tema: Os Caminhos Da Internacionalização E O Futuro Do Direito

1. Direito – Estudo e ensino (Pós-graduação) – Encontros Nacionais. 2. Direito. 3. Empresarial. 2. Direito civil. 3. Contemporâneo. XXXII Congresso Nacional do CONPEDI São Paulo - SP (4: 2025: Florianópolis, Brasil).

CDU: 34

XXXII CONGRESSO NACIONAL DO CONPEDI SÃO PAULO - SP

DIREITO EMPRESARIAL I

Apresentação

O Grupo de Trabalho Direito Empresarial I, foi um espaço destinado à reflexão crítica e interdisciplinar sobre os desafios contemporâneos da atividade empresarial em um cenário marcado por crises econômicas, transformações tecnológicas e crescente complexidade regulatória. Os estudos que compuseram este GT demonstram a vitalidade da pesquisa jurídica aplicada ao ambiente de negócios, explorando temas que vão desde a governança corporativa e o funcionamento dos mercados até a estruturação de operações empresariais, mecanismos de prevenção de litígios e instrumentos de superação da crise.

No campo da insolvência e recuperação judicial, os trabalhos evidenciam o esforço de compreender a função econômica do direito na preservação da empresa viável. São exemplos disso as análises sobre a exclusão dos créditos de atos cooperativos, a criação de subclasses de credores e o papel da participação dos credores na elaboração de planos alternativos, bem como as discussões sobre o enquadramento jurídico dos honorários advocatícios e a importância da constatação prévia como instrumento técnico de diagnóstico. Essas pesquisas iluminam a tensão estrutural entre autonomia privada, preservação da empresa, proteção de credores e eficiência econômica, contribuindo para uma interpretação sistêmica da Lei nº 11.101/2005.

A interface entre governança corporativa, ética e integridade também marca presença relevante neste GT. Os estudos sobre compliance no cooperativismo gaúcho e sobre prevenção da corrupção a partir da teoria dos stakeholders reforçam a necessidade de estruturas de controle alinhadas à responsabilidade social empresarial. Ao mesmo tempo, a discussão sobre pejetização e os posicionamentos do Supremo Tribunal Federal, com seus reflexos trabalhistas, arbitrais e tributários, exemplifica as complexidades jurídicas relacionadas à gestão de pessoas e à autonomia contratual na atualidade.

No plano da organização societária e das operações empresariais, temas como a função econômica dos contratos de fusões e aquisições, a responsabilização em joint ventures e a possibilidade de segregação patrimonial via trust sob a Convenção de Haia demonstram a sofisticação crescente das estruturas negociais e a importância da racionalidade contratual para a eficiência dos mercados. Complementarmente, o estudo sobre cláusulas contratuais

inovadoras em startups revela a relevância de mecanismos jurídicos criativos e adaptados à dinâmica dos ecossistemas de inovação, contribuindo para a prevenção de conflitos e a segurança jurídica dos investimentos.

No campo da contabilidade e análise econômica, o trabalho dedicado à importância do balanço patrimonial na tomada de decisões empresariais mostra como a informação contábil qualificada é indispensável para a gestão eficiente e para a própria compreensão econômica da empresa, ponto de convergência para diversos debates deste GT.

Por fim, o grupo acolhe reflexões que ampliam o diálogo entre o direito e outras racionalidades sociais. A discussão sobre jurisdição da prova penal algorítmica em empresas transnacionais evidencia os desafios impostos pela tecnologia e pela atuação global dos agentes econômicos. Já o trabalho que contrapõe destruição criadora e regulação democrática, a partir de autores como Schumpeter, Furtado, Polanyi e Benfatti, oferece uma leitura crítica sobre o papel do direito no equilíbrio entre inovação, desenvolvimento e proteção social.

Assim, este GT se apresentou como um espaço plural, no qual convergem perspectivas jurídicas, econômicas, tecnológicas e sociais. A diversidade dos temas aqui reunidos demonstra que o Direito Empresarial contemporâneo ultrapassa a simples normatividade e se consolida como campo estratégico para compreender e orientar as transformações do ambiente de negócios. Desejamos a todos um excelente encontro, com debates fecundos e contribuições significativas para o avanço da pesquisa e da prática jurídica no Brasil.

**A FUNÇÃO ECONÔMICA DOS CONTRATOS EM TRANSAÇÕES DE M&A:
ANÁLISE SOB A PERSPECTIVA DOS CUSTOS DE TRANSAÇÃO E DA
EFICIÊNCIA CONTRATUAL**

**THE ECONOMIC FUNCTION OF CONTRACTS IN M&A: ANALYSIS FROM THE
PERSPECTIVE OF TRANSACTION COSTS AND CONTRACTUAL EFFICIENCY**

Everton Das Neves Gonçalves ¹

Joana Stelzer ²

Mariana Sarmiento Meneghetti ³

Resumo

O presente artigo analisa os contratos celebrados em operações de fusão e aquisição (M&A) à luz da Teoria dos Custos de Transação (TCT) com o objetivo de compreender de que modo tais instrumentos organizam a alocação de riscos, reduzem incertezas e estruturam trocas econômicas complexas. A partir das contribuições de Ronald Coase e de Oliver Williamson, observa-se que os contratos exercem função institucional relevante ao substituir o mercado em situações de elevada especificidade de ativos e assimetria informacional. A análise da estrutura de contratos utilizados em operações de M&A permite identificar o papel desempenhado por suas principais cláusulas. Por fim, o texto propõe análise da aplicação do critério de eficiência, reconhecendo a incompletude como característica estrutural dos contratos empresariais. O método utilizado foi o crítico indutivo, avaliando-se dados sob forma qualitativa. Os meios utilizados foram exclusivamente bibliográficos. Quanto aos fins, a pesquisa apresenta-se de cunho explicativo. Os resultados foram expostos em forma de texto. Conclui-se que os contratos de M&A, embora complexos e com elevados custos de transação, podem ser considerados eficientes na medida em que organizam racionalmente a incerteza.

Palavras-chave: Análise econômica do direito contratual para fusões e aquisições de empresas, Fusões e aquisições, Custos de transação nas fusões e aquisições de empresas, Contrato incompleto, Eficiência contratual nas fusões e aquisições de empresas

Abstract/Resumen/Résumé

This article analyzes contracts executed in mergers and acquisitions (M&A) transactions

¹ Doutor em Direito Econômico (UFMG), Doctor en Derecho Internacional Económico (UBA/BsAs.), Mestre em Direito (UFSC). Professor Titular (DDir/PPGD/UFSC). Coordenador do CEJEGD. E-mail: evertong@vetorial.net.

² Doutora e Mestre em Direito (UFSC). Pós Doutora em Direito (USP). Professora Associada IV (UFSC). Credenciada no PPGD/CCJ/UFSC. Líder do Grupo de Estudos em Fair Trade/Comércio Justo (NEFT). E-mail: joana.stelzer@ufsc.br

³ Mestranda em Direito (UFSC). MBA em Finanças (COPPEAD/UFRJ). Graduada pela Faculdade Nacional de Direito (UFRJ). Currículo Lattes: <http://lattes.cnpq.br/4258940362326215>. E-mail: mariana.meneghetti@gmail.com

through the lens of Transaction Cost Theory (TCT), aiming to understand how such instruments organize risk allocation, reduce uncertainty and structure complex economic exchanges. Drawing on the contributions of Ronald Coase and Oliver Williamson, the article argues that contracts perform an important institutional role by replacing market governance in contexts of high asset specificity and informational asymmetry. The analysis of M&A contract structures highlights the economic function of key contractual clauses in managing these risks. Finally, the text examines how the efficiency criteria apply to such contracts, recognizing incompleteness as a structural feature of commercial agreements. The method used was critical inductive analysis. The data were evaluated qualitatively. The resources used were exclusively bibliographical. The research aims are explanatory. The results are presented in text format. It concludes that M&A contracts, though inherently complex and associated with high transaction costs, can be deemed efficient insofar as they rationally organize uncertainty and incentivize cooperative behavior.

Keywords/Palabras-claves/Mots-clés: Economic analysis of contractual law for mergers and acquisitions (m&a), Mergers and acquisitions, Transaction costs on mergers and acquisitions (m&a), Incomplete contracts, Contractual efficiency on mergers and acquisitions – m&a

1. Introdução

As operações de fusão e aquisição (*Mergers and Acquisitions – M&A*)¹ representam uma das formas mais complexas e sofisticadas de reorganização empresarial. Essas transações envolvem; por natureza, elevados riscos financeiros, jurídicos e operacionais, exigindo instrumentos contratuais que formalizam a transação, regulando os incentivos, distribuindo os riscos e alinhando as expectativas das partes envolvidas. É nesse cenário que os contratos de compra e venda de ativos (ou contratos de M&A) são elaborados como verdadeiros mecanismos de governança privada, com importante função econômica e institucional.

A abordagem do Direito Econômico segundo método hermenêutico da Análise Econômica do Direito (AED) permite leitura funcional dos contratos, reconhecendo seu papel como instrumentos de alocação eficiente de recursos e de redução de incertezas inerentes às trocas em ambientes de mercado, sobretudo em operações de M&A. Nas vertentes Tradicional Posneriana e Neoinstitucionalista da AED encontram-se argumentos teóricos que auxiliam no entendimento das operações de fusão e aquisição (*Mergers and Acquisitions – M&A*). Destarte, inoxidáveis, autores como Oliver Williamson, Douglas North e; especialmente, Ronald Coase, cuja Teoria dos Custos de Transação oferece marco analítico fundamental para compreender por que os contratos existem, como são estruturados e quais objetivos econômicos buscam alcançar. Em *The Nature of the Firm*, publicado em 1937, Coase introduziu a noção de que as empresas e os contratos emergem para contornar as imperfeições do mercado e os custos envolvidos em se recorrer ao sistema de preços para organizar a produção. Posteriormente, em *The Problem of Social Cost*, publicado em 1960, o autor aprofundou a discussão sobre as externalidades² e o papel do Direito na estruturação de incentivos para alocação eficiente de recursos.

Ao aplicar essa Teoria ao contexto dos contratos de M&A é possível perceber que esses instrumentos jurídicos se configuram como estratégias para mitigar custos de transação como assimetria de informação, incerteza sobre a performance futura do ativo adquirido, risco de oportunismo das partes e dificuldades de mensuração dos ativos e passivos envolvidos.

¹Embora a tradução literal para a sigla *M&A* seja “Fusões e Aquisições”, sua abrangência vai além, podendo incluir qualquer transação que envolva a reorganização de uma ou mais sociedades, como incorporações, cisões e outras operações societárias. Para fins deste artigo, contratos de *M&A* são aqueles contratos de compra e venda de participação societária. Para este estudo importa o contrato celebrado entre as partes, valendo tanto para ações de sociedade anônima como para as quotas de uma sociedade limitada. A análise realizada neste estudo exclui a hipótese de compra e venda de participação societária em companhias abertas.

² Para a definição didática do que seriam externalidades como conceito da Microeconomia, Stiglitz e Walsh pontuam que a “livre realização de trocas no mercado pode gerar resultados não desejados pela população, como poluição, desigualdades sociais, problemas com a segurança, saúde e educação”. Esses resultados não desejados, que incidem sobre o bem-estar de outros, chamam-se externalidades negativas. (Stiglitz; Walsh 2003, p.10).

Cláusulas contratuais típicas, como declarações e garantias (*representations and warranties*), mecanismos de *earn-out*, condições precedentes e acordos de não competição, exemplificam como os contratos de M&A procuram, de forma privada e antecipada, prevenir disputas, reduzir litígios e alinhar expectativas.

Não obstante a relevância desses contratos e o avanço das práticas negociais, há ainda espaço significativo para investigação acadêmica quanto à sua eficiência econômica e à sua função institucional.

A AED, especialmente sob a ótica dos custos de transação, oferece arcabouço apropriado para o exercício da reflexão acerca da estrutura contratual adotada nas operações de M&A e como essa estrutura contribui para a redução de ineficiências, mitigação de riscos e a efetiva segurança jurídica. Por outro lado, a própria complexidade dessas transações, a multiplicidade de interesses envolvidos e a frequente ocorrência de litígios após a conclusão do negócio indicam que a eficiência contratual nem sempre é plenamente alcançada, o que exige uma análise crítica sobre os limites dessa abordagem.

O presente artigo propõe-se, assim, a investigar a função econômica dos contratos em operações de M&A a partir da TCT de Ronald Coase. Parte-se do pressuposto de que os contratos, como expressão da manifestação das vontades privadas, operam como mecanismos de governança voltados à redução das incertezas inerentes ao processo negocial e à alocação eficiente de riscos entre comprador e vendedor. A escolha dos escritos de Coase, como marco teórico, se justifica por sua contribuição à compreensão do papel das instituições jurídicas e contratuais na organização da atividade econômica. Ainda que outros autores sejam mencionados; como Richard Allen Posner e sua abordagem pragmática sobre a eficiência dos contratos, a ênfase recairá sobre a perspectiva institucionalista de Coase.

A metodologia adotada neste artigo é crítico-indutivo de caráter qualitativo, fundamentada em pesquisa bibliográfica. O trabalho desenvolveu-se a partir da análise de referências doutrinárias nacionais e estrangeiras, especialmente nas áreas do Direito Econômico, da Análise Econômica do Direito e da Teoria dos Contratos. A abordagem é analítico-explicativa, com o objetivo de compreender, à luz da teoria dos custos de transação e dos critérios de eficiência econômica, a função dos contratos empresariais em operações de M&A, bem como os mecanismos jurídicos utilizados para mitigar riscos, alocar custos e estruturar relações negociais complexas.

A estrutura do artigo está dividida em três partes, além desta introdução e da conclusão. Na primeira parte, são apresentados os fundamentos do Direito Econômico e os principais conceitos da TCT, com destaque à contribuição de Ronald Coase. Na continuidade, abordam-

se as especificidades contratuais das operações de M&A, destacando suas cláusulas mais relevantes e como essa estrutura cumpre seu papel jurídico e econômico. A terceira parte avalia a Teoria do Contrato Incompleto (TCI) para analisar a eficiência desse tipo de contrato.

Ao fim, espera-se contribuir para o aprofundamento da compreensão sobre a função dos contratos nas operações de M&A sob a perspectiva da AED, demonstrando como a Teoria de Coase permanece atual e conveniente para a análise de instrumentos jurídicos complexos.

2 Fundamentos do Direito Econômico e a Teoria dos Custos de Transação (TCT)

O Direito Econômico (DE) configura-se como campo interdisciplinar voltado à compreensão das relações econômicas sob a ótica jurídica. Propõe-se a compreender as estruturas jurídicas como fatores que moldam e organizam a atividade econômica, contribuindo para o desenvolvimento e a estabilidade das relações de mercado.

Entre as abordagens hermenêuticas mais influentes na construção teórica do Direito Econômico contemporâneo está a chamada Análise Econômica do Direito (AED) ou *Law and Economics (LaE)*, especialmente na vertente da Escola de Chicago, que busca compreender os institutos jurídicos a partir de critérios de eficiência, racionalidade e maximização de utilidade. Essa abordagem estimula novas formas de análise contratual, regulatória e institucional já que enfatiza efeitos econômicos concretos. Essa perspectiva encontra sustentação teórica em autores que, a partir da relação entre a Ciência Econômica e o Direito, contribuíram para a compreensão dos contratos como soluções institucionais a problemas de coordenação, informação e custos, como Gonçalves (1998, p. 4) explica:

Enquanto o velho Direito Econômico cuidava das legislações Antitruste, de política fiscal e outras de caráter macroeconômico, o novo Direito e Economia - *Law and Economics*, que, posteriormente, tornou-se disciplina autônoma, doravante denominada LaE, - tratou de aplicar as premissas básicas da microeconomia, subdivisão metodológica da Teoria Econômica, aos diversos ramos do Direito não, especificamente, afeitos ou ligados às políticas econômicas. Passou, então, a LaE a ser aplicada na análise dos campos diversos da Common Law tais como os inerentes aos *Property Rights*, ao *Law of Torts* e ao *Contract Law*, além, é claro, dos demais ramos do Direito norte-americano. Richard A. Posner foi um dos pioneiros, nesta prática, ao empregar a Teoria Econômica em campos tais como o Direito de Família, o Direito de Propriedade, o Direito Contratual, o Direito de Reparação de Ilícitos Cíveis, o Direito Penal e o Direito Constitucional, dentre outros.

Da mesma forma, a obra de Ronald Coase é reconhecida como marco dessa vertente. Em seu artigo *The Nature of the Firm*, publicado em 1937, Coase introduz o conceito de custos de transação para explicar por que as empresas preferem organizar certas atividades

internamente ao invés de recorrer ao mercado³. Tais custos incluem despesas com busca de informação, negociação, monitoramento e *enforcement* de contratos. A firma, nesse contexto, surge como forma de reduzir os custos associados à coordenação econômica por meio do mercado. Em *The Problem of Social Cost*, publicado anos mais tarde, em 1960, Coase aprofundou sua análise ao discutir as externalidades e o papel dos direitos de propriedade na alocação eficiente de recursos.

Esse Princípio, que ficou conhecido como Teorema de Coase, sugeriu que; na ausência de custos de transação, as partes alcançariam resultado eficiente por meio de negociações privadas. No entanto; no mundo real, onde os custos de transação são inevitáveis, a alocação inicial de direitos influencia diretamente os resultados econômicos (Coase, 1960). Para maior clareza acerca do conceito, vale trazer as palavras de Araújo (2007, p. 201):

A ausência dos custos de transação asseguraria a solução socialmente eficiente em praticamente todas as circunstâncias, em qualquer quadro de afetação inicial dos recursos – daí se retirando, *a contrário*, que é a elevação dos custos de transação que gradualmente vai requerendo uma mais forte presença da solução jurídica, ao menos daquela que propicie a mais eficiente afetação inicial de recursos

Essas contribuições fornecem a base para a leitura e interpretação dos contratos como mecanismos de governança destinados a minimizar incertezas, alinhar incentivos e proteger as partes contra comportamentos oportunistas. Tal perspectiva foi explorada e; pode-se dizer, refinada por Oliver Williamson, que consolidou a chamada Nova Economia Institucional. Para Williamson (1985), a escolha entre diferentes formas de organização econômica; “mercado, hierarquia ou arranjos híbridos” deve levar em conta a frequência das transações, a incerteza envolvida e a especificidade dos ativos.

Destarte, os custos de transação podem ser minimizados quando os contratos são estruturados de acordo com as particularidades de cada transação identificando como diferentes características influenciam a estrutura e a governança dos contratos: quanto maior o grau de especificidade dos ativos e da incerteza maior a complexidade da transação e a necessidade de uma estrutura de governança especializada. (Williamson, 1985, p. 88-89). A governança contratual, tal como concebida por Williamson, deve ser, portanto, compreendida como o arranjo relacional adaptativo em que a estrutura contratual evolui conforme a complexidade da transação e os riscos envolvidos. Nas palavras do autor: “as estruturas de governança são as

³ The main reason why it is profitable to establish a firm would seem to be that there is a cost of using the price mechanism. If there was no cost in using the price mechanism, if the price of each factor of production was known to all entrepreneurs and if there was no uncertainty in the market, there would be no pecuniary motivation for the establishment of a firm and it would be useless to enquire why firms exist. (Coase, 1937, p. 390)

formas pelas quais as transações são organizadas para responder aos riscos da troca econômica” (WILLIAMSON, 1985, p. 89). Dentro, então, da lógica de Williamson, torna-se possível situar os contratos utilizados em operações de M&A como exemplos típicos de mecanismos híbridos, que operam entre o mercado e a firma.

A partir dessa perspectiva, os contratos deixam de ser apenas veículos de cumprimento de obrigações legais para se tornarem instrumentos econômicos estratégicos, cujas cláusulas são desenvolvidas para lidar com incertezas, assimetrias de informação e riscos específicos da transação. A TCT fornece, assim, efetivo arcabouço para compreender como e por que determinadas estruturas contratuais são escolhidas e quais efeitos produzem no comportamento dos agentes econômicos.

No caso das operações de M&A, essa abordagem da TCT revela-se particularmente útil. Para Coates e Palia (2019):

Fusões e aquisições (M&A) consistem em transferências deliberadas de controle e propriedade de empresas organizadas sob a forma de uma ou mais sociedades. As operações de fusão e aquisição são regidas por contratos, negociados entre o adquirente e a empresa-alvo, com o objetivo de comunicar os termos da operação, definir a alocação de riscos entre as partes e estabelecer cláusulas para a gestão de conflitos em caso de litígio. Esses contratos também costumam ser complexos, uma vez que o objeto da transação não se limita a um conjunto de ativos, mas envolve – por definição – o controle de uma atividade empresarial⁴.

Nessas transações, as partes envolvidas enfrentam assimetrias relevantes quanto à informação sobre o ativo-alvo; bem como, riscos derivados de sua performance futura. O contrato, nesse contexto, funciona como estrutura *ex ante* para proteger os interesses de ambos os lados e reduzir a necessidade de intervenções judiciais *ex post*. Cláusulas como *earn-out*, declarações e garantias, indenizações por contingências e acordos de não competição são construídas justamente para distribuir riscos, alinhar incentivos e oferecer remédios contratuais eficientes em caso de descumprimento.

⁴ Mergers and acquisitions (M&A) consist of deliberate transfers of control and ownership of businesses organized in one or more corporations. Merger and acquisition deals are governed by merger contracts which are negotiated between bidder and target in order to communicate deal terms, specify risk sharing between the parties, and describe dispute management provisions in case of litigation. They are also typically complex because the subject of the transaction is not simply a collection of assets but – by definition – control over a business. (Coates; Palia, 2019). Ainda acerca da complexidade das operações de M&A, Coates e Palia continuam: The variety of assets typically included in an M&A deal include types of assets that raise complexities on their own: intellectual property, real estate, regulatory licenses. The transfer of this mix of tangible and intangible assets is typically coupled with changes in or transfers of contractual and non-contractual relationships with a variety of individuals, from shareholders, directors and managers to employees and agents, from customers and suppliers to lenders and regulators. M&A transactions are also commonly significant for buyers because they require collateral or bundled financing transactions and changes in a buyer’s capital structure, because they can change a buyer’s post-deal control and governance, and because they often have a bigger impact on the operations and reputation of the buyer and its managers than other strategic investments. (Coates; Palia, 2019).

Ao que se vê, nos Tópicos seguintes, a TCT permite compreender essas cláusulas como mecanismos econômicos de estruturação da transação. Essa leitura reforça a atualidade da contribuição de Coase e seus desdobramentos contemporâneos, indicando que a função dos contratos é; sobretudo, perfazer arranjos institucionais voltados à eficiência.

3 Contratos nas Operações de M&A: Elementos Estruturais e Função Econômica

As operações de fusão e aquisição envolvem complexidade de interesses jurídicos, econômicos e estratégicos. A transferência do ativo mediante o pagamento de uma parte à outra não encerra a transação. É assertivo afirmar que a complexidade de um contrato de M&A possa ser resumida no fato de que o negócio jurídico tem como objeto quotas ou ações representantes do capital social de específica sociedade; mas, o que interessa à parte compradora são os ativos e a operação desenvolvida por aquela. Dessa condição, decorrem inúmeras dificuldades e desafios a serem tratados no contrato de compra e venda.

Muito embora os contratos de compra e venda de participação societária sejam considerados contratos típicos, o que se pretende como resultado do negócio é a transferência, do vendedor para o comprador, de direitos, ativos, contratos, clientes e tudo o mais que envolva a geração de receitas pela empresa objeto da transação. Em vista dessa realidade, a mera transferência da participação societária não levaria à satisfação e à conclusão do contrato.

O contrato de compra e venda, conforme disposto nos artigos 481⁵ e art. 482⁶ do Código Civil Brasileiro (CC), se caracteriza quando “um dos contratantes se obriga a transferir o domínio de certa coisa, e o outro, a pagar-lhe certo preço em dinheiro” e; assim, “a compra e venda, quando pura, considerar-se-á obrigatória e perfeita, desde que as partes acordem no preço e no objeto.” Dentro do contexto das reorganizações societárias, no entanto, ocorre transação bem mais complexa do que a mera transferência de domínio de participação societária.

A compra e venda de participação societária (ações ou quotas), portanto, é apenas o meio escolhido para a formalização de negócio muito mais robusto e repleto de características particulares que visam refletir as características da empresa objeto da transação.

Diferentemente do que ocorre em transações comerciais ordinárias, as operações de M&A se caracterizam pela incerteza quanto à performance futura do ativo adquirido, pela

⁵ “Art. 481. Pelo contrato de compra e venda, um dos contratantes se obriga a transferir o domínio de certa coisa, e o outro, a pagar-lhe certo preço em dinheiro.”

⁶ “Art. 482. A compra e venda, quando pura, considerar-se-á obrigatória e perfeita, desde que as partes acordarem no objeto e no preço.”

assimetria de informações entre as partes, pela dificuldade de valoração precisa dos riscos e pelas diversas obrigações acessórias envolvidas. Nesse contexto, os contratos celebrados entre as partes assumem papel fundamental na estruturação e no sucesso da operação.

A função tradicional do contrato como instrumento de vinculação jurídica entre as partes evolui, nessas operações, para um papel mais sofisticado de mecanismo de governança privada, que visa assegurar o cumprimento de obrigações e, principalmente, alocar riscos, reduzir incertezas e mitigar custos de transação. Nesse sentido, Timm (2012, p. 3740) explica:

A função social do contrato, a partir de uma perspectiva de Direito e Economia, deve ser entendida como a busca pela maximização da eficiência, ou seja, a otimização da alocação dos recursos disponíveis, reduzindo custos de transação e promovendo a segurança jurídica necessária para o funcionamento eficiente do mercado.

Essa perspectiva dialoga diretamente com os fundamentos teóricos de Coase e da Nova Economia Institucional, para os quais a existência e a forma dos contratos se justificam pela necessidade de superar falhas de mercado e organizar trocas de maneira eficiente. De fato, as partes envolvidas em operações de M&A estão diante de contextos de informação imperfeita, em que o vendedor detém mais conhecimento sobre o ativo-alvo do que o comprador. Além disso, muitos dos riscos da operação só se revelam após a assinatura, ou o “fechamento” (*Closing*) da operação, o que acentua a necessidade de cláusulas contratuais bem desenhadas que antecipem, regulem e disciplinem tais riscos.

Em um negócio de compra e venda de participação societária, com transferência de controle, de forma simplificada, a parte vendedora corre o risco de não receber o preço, já a parte compradora de pagar valor excessivo (Eizirik, 2024, p. 228). Para identificação de tais riscos, promove-se uma auditoria com o objetivo de identificar passivos⁷ e/ou contingências⁸ da sociedade envolvida.

Uma das cláusulas mais relevantes nesse sentido é a de declarações e garantias (*representations and warranties*), por meio da qual o vendedor assegura a veracidade de

⁷ Pronunciamento Técnico CPC 25: “Passivo é uma obrigação presente da entidade, derivada de eventos já ocorridos, cuja liquidação se espera que resulte em saída de recursos da entidade capazes de gerar benefícios econômicos”. Disponível em https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/regulados/normascontabeis/cpc/CPC_25_rev_12.pdf. Acesso em 16.05.2025.

⁸ Pronunciamento Técnico CPC 25: “Passivo Contingente é: (a) uma obrigação possível que resulta de eventos passados e cuja existência será confirmada apenas pela ocorrência ou não de um ou mais eventos futuros incertos não totalmente sob controle da entidade; ou (b) uma obrigação que resulta de eventos passados, mas não é reconhecida porque (i) não é provável que uma saída de recursos que incorporam benefícios econômicos seja exigida para liquidar a obrigação; ou (ii) o valor da obrigação não pode ser mensurado com suficiente confiabilidade”. Disponível em https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/regulados/normascontabeis/cpc/CPC_25_rev_12.pdf. Acesso em 16.05.2025.

determinadas condições jurídicas, contábeis, fiscais, trabalhistas e operacionais do ativo-alvo. Essa cláusula atua como ferramenta de redução de assimetria de informação, permitindo que o comprador confie na integridade dos dados fornecidos e, caso se revele alguma inconsistência relevante, acione os mecanismos indenizatórios previamente pactuados.

Os contratos de M&A frequentemente incluem também cláusulas de indenização por contingências, que estabelecem critérios objetivos para a responsabilização do vendedor por passivos ocultos ou riscos específicos identificados durante a *due diligence*. Tais cláusulas reforçam a alocação *ex ante* dos riscos, evitando disputas futuras e custos judiciais.

Além de funcionar como ferramenta de gestão de risco, a alocação, formalização e quantificação dos limites de indenização estipulados na cláusula de indenização acabam por serem refletidos no preço do negócio; de maneira que, quanto maior forem o passivo e as contingências encontradas, menor será o valor a ser pago pela participação societária; de outro lado, quanto maior o risco de inadimplemento do adquirente, maior será o preço (Tepedino; Terra; Guedes, 2022, p. 609).

O CC, em seus arts. 402 a 404⁹, estabelece regras para fixação de perdas e danos derivadas de inadimplemento contratual. Entretanto deve-se registrar que partes contratantes podem, dentro dos limites da Constituição da República Federativa do Brasil de 1988 (CRFB/88) e das normas de ordem pública¹⁰, dispor de forma diversa, conforme lhes for mais conveniente em atenção ao Princípio da Autonomia Privada — protegido pelo art. 421¹¹ do CC.

Em complemento, a Lei n° 13.874/19 (conhecida como Lei da Liberdade Econômica) acrescentou ao CC o art. 421-A¹², pelo qual garante que a alocação de riscos definida pelas

⁹ “Art. 402. Salvo as exceções expressamente previstas em lei, as perdas e danos devidas ao credor abrangem, além do que ele efetivamente perdeu, o que razoavelmente deixou de lucrar. [...] Art. 403. Ainda que a inexecução resulte de dolo do devedor, as perdas e danos só incluem os prejuízos efetivos e os lucros cessantes por defeito dela direto e imediato, sem prejuízo do disposto na lei processual. [...] Art. 404. As perdas e danos, nas obrigações de pagamento em dinheiro, serão pagas com atualização monetária, juros, custas e honorários de advogado, sem prejuízo de pena convencional.”

¹⁰ A este respeito, Tepedino, Terra e Guedes (2022, p. 619) destacam que: “Inválidas são também as cláusulas que desrespeitem norma cogente ou de ordem pública. O requisito da ordem pública pode ser concretizado em três principais hipóteses de aferição de validade dos pactos: (i) quanto existir vulnerabilidade do credor; (ii) quando atingir lesão a aspecto existencial; e (iii) se em violação a regras que disciplinam a limitação do dever de indenizar. Para se apurar se os ajustes excludentes e limitativos ferem a ordem pública deve-se investigar, sobretudo, se havia vulnerabilidade apta a nulificar a cláusula, se o pacto vai de encontro ao princípio da dignidade da pessoa humana ao se referir à reparação de danos morais a esta causada e se há dispositivo legal que rege a restrição ao dever de indenizar em específicos contratos e atividades”.

¹¹ Art. 421. “A liberdade contratual será exercida nos limites da função social do contrato. Parágrafo único. Nas relações contratuais privadas, prevalecerão o princípio da intervenção mínima e a excepcionalidade da revisão contratual”.

¹² Art. “421-A. Os contratos civis e empresariais presumem-se paritários e simétricos até a presença de elementos concretos que justifiquem o afastamento dessa presunção, ressalvados os regimes jurídicos previstos em leis especiais, garantindo também que: [...] II – a alocação de riscos definida pelas partes deve ser respeitada e observada”.

partes seja observada e respeitada. Com efeito, o Superior Tribunal de Justiça (STJ), no julgamento do Recurso Especial nº 1.799.039/SP, se manifestou no sentido de que em contratos empresariais o Princípio da Autonomia Privada (PAP) teria presença mais forte e; por conseguinte, a verificação de nulidades ou abusos seria mais restrita, conforme se vê:

Dessa forma, a Lei 13.874/19 baliza a interpretação dos contratos e objetiva a criação de um ambiente de negócios favorável à atração de investimentos e à inovação tecnológica, por meio do fomento à liberdade econômica e à segurança jurídica. (CUEVA, Ricardo Villas Bôas. Função social do contrato e a interpretação dos negócios jurídicos após a Lei da Liberdade Econômica. In Direito Civil: Diálogos entre a doutrina e a jurisprudência. São Paulo. Atlas, 2021). [...] Essa inovação legal reitera o já firme entendimento desta Corte no sentido de que no Direito Empresarial, regido por princípios peculiares, como a livre iniciativa, a liberdade de concorrência e a função social da empresa, a presença do princípio da autonomia privada é mais saliente do que em outros setores do Direito Privado. [...] Com efeito, o controle judicial sobre eventuais cláusulas abusivas em contratos empresariais é mais restrito do que em outros setores do Direito Privado, pois as negociações entabuladas entre profissionais da área empresarial, observando regras costumeiramente seguidas pelos integrantes desse setor da economia. (STJ, REsp 1.447.082/TO, Terceira Turma, j. 10.05.2016, DJe 13.05.2016).¹³

Outro mecanismo relevante é o chamado *earn-out*, que condiciona parte do pagamento da operação ao atingimento de metas de desempenho da empresa-alvo após a conclusão do negócio. As cláusulas de *earn-out* são mecanismos utilizados para alinhar as expectativas de compradores e vendedores quanto ao valor de uma sociedade, trazendo para a verificação do preço dados objetivos correspondentes à realidade das atividades da empresa.

Essencialmente, o *earn-out* divide o preço total de uma transação em duas partes: a) a parcela fixa, paga no fechamento do negócio e; b) a parcela contingente, cujo pagamento futuro depende do atingimento, pela sociedade objeto da transação, de certas metas financeiras, estratégicas ou operacionais conforme critérios previamente estabelecidos. Nas palavras de Martins-Costa (2014, p. 155):

O *Earn-Out* é uma forma de pagamento pelo qual parcela do preço de determinado bem é remetida para o futuro, estando sujeita em sua existência e determinação a certas condições previamente estabelecidas pelas partes contratantes, em regra ao cumprimento de metas empresariais e financeiras futuras e predefinidas.

¹³ Superior Tribunal de Justiça, Recurso Especial nº 1.799.039/SP, relator Ministro Moura Ribeiro, relatora para acórdão Ministra Nancy Andrighi, Terceira Turma, julgado em 04.10.2022. Disponível em <https://www.stj.jus.br/websecstj/cgi/revista/REJ.cgi/ITA?seq=2275653&tipo=0&nreg=202200936508&SeqCgrmaSessao=&CodOrgaoJgdr=&dt=20230323&formato=PDF&salvar=false>. Acesso em 18/07/2025

Earn-outs são; por definição, a maneira de se construir a ponte entre a expectativa do vendedor e a avaliação do comprador em relação ao valor de determinado ativo¹⁴. Quando há diferença de avaliação entre o valor que o comprador atribui ao negócio e o valor que o vendedor espera receber, a cláusula de *earn-out* aproxima estes dois interesses.

Além disso; os contratos, frequentemente, preveem condições suspensivas (popularizadas como “condições precedentes” por ser expressão importada do Direito norte-americano) para o “fechamento” (*Closing*) da operação, como a obtenção de autorizações regulatórias, aprovação de terceiros ou reorganizações internas. Essas cláusulas condicionam a eficácia de certas obrigações ao cumprimento de eventos específicos, permitindo às partes maior controle sobre o andamento da operação e protegendo-as contra riscos supervenientes.

Por fim, acordos de não competição, não aliciamento de empregados e manutenção de sigilo são mecanismos acessórios, mas igualmente relevantes, voltados à proteção do investimento e à preservação do valor do ativo adquirido. Ainda que, muitas vezes, contestados sob a ótica do direito concorrencial, esses pactos desempenham função essencial na lógica econômica da operação, evitando o esvaziamento do negócio por parte do alienante após a conclusão da transação.

A cláusula de não concorrência, para atingir sua finalidade, é essencialmente restritiva de Princípios Constitucionais e; portanto, para que seja válida e produza os efeitos desejados quando de sua pactuação, deve ter seus limites muito bem definidos. Assim, pode ser resumir esses limites observando as seguintes premissas:

As restrições devem ser limitadas no tempo, espaço e objeto, para subsistirem tão somente na proporção em que forem úteis, necessárias, para proteger um interesse legítimo do beneficiário. Assim sendo, tais cláusulas e pontos teriam uma função acessória, de garantir o ajuste principal, cujo propósito não é afetar diretamente a concorrência. Porém depreende-se naturalmente mais um requisito: a limitação à concorrência não pode ser, por outra razão, contrária à lei, ou lesiva ao direito de terceiros (Barbosa, 2002, p.23).

São consideradas obrigações acessórias independentes que podem ser, pois, exigidas distintamente quanto à prestação principal; isto é, constituem obrigações que ao serem exigidas pelo credor não implicam no desfazimento da obrigação principal e que, embora dela decorram,

¹⁴ The rising popularity of earnouts may stem from recent increases to the cost of capital and uncertainty regarding the current financial environment, prompting parties to a transaction to look for ways to defer payment until a later event. Often, the seller continues to have a robust view of their business, while macro-economic or capital markets trends—or specific concerns about trends in the target’s business—cause the purchaser to assign a lower value to the company. Earnout clauses are used as a solution to bridge the gap in value created by these differences in view. Disponível em <https://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=a1184ccd-f057-44a6-b6cd-0c51a85b0aef>. Acesso em 28/07/2025.

podem; na maioria dos casos, permanecer válidas, eficazes e exigíveis, mesmo após o cumprimento da obrigação principal.

A estrutura dessas cláusulas demonstra como os contratos de M&A funcionam na gestão de riscos ao refletirem escolhas econômicas e estratégias de governança, compondo arranjos institucionais que têm como objetivo reduzir os custos de monitoramento e *enforcement*.

Do ponto de vista da TCT, cada cláusula pode ser analisada como verdadeira tentativa de internalizar os riscos futuros da operação e estruturar incentivos compatíveis com os objetivos das partes. Nesse sentido, os contratos de M&A exemplificam, de forma prática, os fundamentos de Coase e Williamson, evidenciando como estruturas jurídicas acomodam o comportamento econômico e procuram mitigar as ineficiências do mercado.

Contudo; na prática, a existência de assimetrias de informação¹⁵, incertezas, risco moral¹⁶ e comportamentos oportunistas exige que essas cláusulas sejam elaboradas de forma a minimizar os custos relacionados à negociação, monitoramento e execução contratual, tendo em vista que, conforme a teoria do custos de transação (Williamson, 2013, p.3), a contratação eficiente pode gerar custos que superam os benefícios que dado contrato poderia, de outra forma, proporcionar, ou seja, os custos que surgiriam mesmo se os vendedores não tivessem mais informações sobre a sociedade-alvo do que os compradores e as preferências de risco entre comprador e vendedor fossem as mesmas.

Para definir o risco contratual neste estudo, vale lembrar o conceito trazido por Bandeira (2015, p. 130), segundo a qual seriam os temores individuais das partes contratantes, originados de um (ou mais de um) evento futuro e incerto, porém previsível.

A divisão desses riscos entre as partes, como se viu neste Tópico, é formalizada pelo contrato a partir do exercício da autonomia privada daquelas. Nesse contexto, é definida a comutatividade entre as prestações contratuais e; nessa condição, o equilíbrio econômico do contrato pretendido pelas partes.

¹⁵ Akerlof (1970), em seu estudo sobre o mercado de carros usados, demonstrou como a “assimetria de informação pode resultar em falhas de mercado”, onde produtos de baixa qualidade dominam o mercado devido à incapacidade dos compradores de distinguir entre produtos de alta e baixa qualidade. A assimetria de informação ocorre quando uma das partes em dada transação possui mais ou melhores informações do que a outra, podendo levar a problemas como seleção adversa e risco moral.

¹⁶ Risco moral, ou *moral hazard*, pode ser definido como a alteração no comportamento de um agente ao saber que, por alguma razão, não estará integralmente sujeito às consequências de seus atos, tirando proveito de uma informação privada em detrimento da contraparte.

4 Contrato Incompleto e Eficiência Contratual: Alocação de Riscos em Operações de M&A

A análise desenvolvida nos Tópicos anteriores permitiu compreender os contratos de M&A como estruturas privadas de governança destinadas à alocação de riscos e à redução de incertezas em operações complexas. No entanto, permanece a necessidade de investigar de que modo a estrutura contratual pode ser considerada eficiente mesmo diante da reconhecida incompletude desses instrumentos.

Adotar o conceito de eficiência é fundamental para compreender a lógica econômica que subjaz à formulação dos contratos de M&A, sobretudo na perspectiva da AED. Para Posner (2007), o Direito deve ser analisado a partir de sua capacidade de “promover alocação eficiente de recursos”, sendo eficiente aquele arranjo que “maximiza a riqueza social”. No âmbito dos contratos, isso significa estruturar obrigações, incentivos e alocação de riscos de modo a reduzir os custos de transação e evitar desperdícios decorrentes de litígios, inadimplemento ou oportunismo. Como afirma Posner (2007, p.4), “uma regra legal é eficiente quando promove a maximização da riqueza”¹⁷.

Além da perspectiva clássica de eficiência proposta por Posner, que vincula a racionalidade contratual à maximização da riqueza e à redução dos custos de transação, é possível ampliar essa análise à luz da proposta de eficiência econômico-social¹⁸, conforme desenvolvida por Gonçalves (2014, e 2018) Segundo o autor, a AED deve ser entendida como “instrumento metodológico” não apenas voltado à lógica privada de redução de custos, mas também como ferramenta de concretização de racionalidade jurídico-econômica capaz de promover maior efetividade social das relações econômicas. Nas palavras de Gonçalves (2018, p. 78); “a decisão eficiente pode, por vezes, ser injusta; porém, a decisão ineficiente, certamente será injusta, até mesmo, pelo desperdício das energias”. Tal formulação permite compreender que a busca pela eficiência é um imperativo normativo vinculado à funcionalidade do Direito como mecanismo de organização da vida econômica e social.

Na prática, pode-se afirmar que contratos, mesmo reconhecidamente incompletos, são eficientes desde que sua estrutura contribua para reduzir os custos associados à incerteza e à assimetria informacional, maximizando os ganhos conjuntos das partes. Nessa linha, a eficiência contratual deve ser compreendida como a capacidade do contrato de organizar racionalmente as relações econômicas.

¹⁷ No original: *A legal rule is efficient when it promotes the maximization of wealth.*

¹⁸ Ver, sobre o Princípio da Eficiência Econômico-Social (PEES) em Gonçalves (2014)

Ao se analisar a estrutura dos contratos de M&A sob a ótica dos contratos incompletos, percebe-se que a incompletude não representa obstáculo à eficiência; mas, sim, característica estrutural e; paradoxalmente, elemento funcional dentro das dinâmicas negociais. O contrato, ainda que inevitavelmente incompleto, é eficiente na medida em que organiza racionalmente as incertezas, internaliza riscos e estabelece incentivos que minimizam comportamentos oportunistas. Essa compreensão encontra respaldo na leitura proposta por Gonçalves (2018, p. 81), ao defender que “a aproximação entre o Direito e a Economia segundo a LaE traduz-se pela defesa do comportamento técnico-racional maximizador de resultados em detrimento da prática técnico-legal estritamente formalista”. A eficiência contratual; portanto, deve ser compreendida na perspectiva Microeconômica da redução de custos; assim como, estratégia de organização social voltada à estabilidade das relações econômicas.

A partir das contribuições de Coase e Williamson, parte-se do reconhecimento de que não é possível, nem eficiente, prever exaustivamente todos os eventos futuros em um contrato. Williamson (1985, p.164) afirma que “os contratos são necessariamente incompletos e imperfeitos”, pois não é possível antecipar todas as contingências relevantes de modo econômico.¹⁹ Nesse sentido, a incompletude contratual não representa uma falha mas; efetivamente, um dado estrutural da própria racionalidade econômica, uma estratégia racional diante dos custos de se antecipar todas as variáveis de um negócio complexo. Como sintetiza Posner (2007, p. 9), as instituições jurídicas, incluindo contratos, “são eficientes quando induzem os agentes a escolherem as combinações de recursos que maximizam seu valor”²⁰.

Aplicado às operações de M&A, isso significa que cláusulas como *earn-out*, declarações e garantias, indenizações e acordos pós-fechamento são elaboradas para alinhar incentivos e mitigar riscos, permitindo que, mesmo na presença de incertezas, as partes alcancem a alocação eficiente de custos e benefícios.

Ao não prever as obrigações das partes de modo exaustivo, o contrato incompleto apresentará lacunas, para cujo preenchimento se afigurarão relevantes o costume e a reputação das partes no mercado (Bandeira, 2015). Isso se revela especialmente verdadeiro nas operações de M&A, em que, embora as partes desejem vincular-se de modo definitivo por meio da celebração do contrato, elas não são capazes de chegar a um acordo acerca da alocação de riscos por desconhecerem determinados aspectos (econômicos ou mercadológicos) que podem interferir no ativo objeto do negócio e, assim, decidem pela pactuação de contrato incompleto.

¹⁹ No original: *All contracts, but especially long-term contracts, are incomplete and imperfect documents.*

²⁰ No original: *Legal institutions — including contracts — are efficient when they induce the parties to choose the resource combinations that maximize their value.*”

Portanto, no contrato incompleto, a decisão pela alocação de determinados riscos supervenientes fica pactuada para momento futuro, observados critérios definidos de antemão entre as partes quando a celebração do contrato. Como explica Bandeira (2015, p. 2704):

A solução eficiente poderá ser ajustada pelas partes no momento da estipulação do contrato, a partir da celebração do denominado contrato incompleto. Ou seja, as partes preveem negócio de longa duração lacunoso, sem disciplinar todas as possíveis superveniências que poderão atingi-lo, como forma de diminuir os custos de transação e obter resultado mais eficiente.

Do ponto de vista econômico, a eficiência do contrato incompleto não está na sua capacidade de eliminar riscos; mas, na racionalidade de sua estrutura frente à incerteza. Como explica Posner (2007, p.36), a função dos contratos é permitir que as “partes maximizem sua utilidade” em contextos de troca, mesmo quando enfrentam limitações cognitivas ou informacionais. O contrato eficiente, assim, seria aquele que organiza racionalmente a alocação de riscos e incentivos, mesmo sem prever todas as possíveis ocorrências. Portanto, a eficiência como critério para maximização de riquezas encontra, no contrato, mecanismo útil para persecução de tal fim. Mesmo nos contratos de M&A que são; por essência, complexos, de longa duração e com elevados custos de transação.

5 Conclusão

Este artigo partiu da premissa de que os contratos empresariais, em especial aqueles celebrados no âmbito de operações de fusões e aquisições (M&A), não podem ser adequadamente compreendidos sob a ótica tradicional do Direito Obrigacional, sendo necessário recorrer à AED para revelar sua função econômica e institucional.

A partir da TCT, inaugurada por Coase e posteriormente desenvolvida por Williamson, demonstrou-se que os contratos emergem como instrumentos institucionais destinados a mitigar ineficiências decorrentes das imperfeições do mercado. Assim, a celebração de um contrato não se limita a formalizar obrigações jurídicas; mas, constitui escolha racional de governança, que busca reduzir custos associados à negociação, monitoramento e *enforcement*, bem como mitigar riscos de oportunismo, assimetria informacional e incertezas inerentes às relações econômicas complexas.

Nesse contexto, os contratos de M&A foram analisados como arranjos contratuais sofisticados, cuja estrutura transcende a função tradicional de permuta de direitos e obrigações. A análise de suas cláusulas típicas; como declarações e garantias, mecanismos de indenização, ajustes de preço, *earn-out* e acordos de não concorrência, demonstrou que cada uma delas cumpre função específica na alocação de riscos, na proteção contra comportamentos

oportunistas e na organização das expectativas futuras das partes. Tais cláusulas refletem, em última análise, a tentativa de racionalização dos custos de transação, convertendo incertezas em obrigações juridicamente vinculantes. Nesse sentido; o contrato é funcionalmente eficiente quando estrutura incentivos adequados e distribui riscos de forma negociada.

Contudo, reconheceu-se que, mesmo com toda a sofisticação contratual, a incompletude permanece uma característica estrutural dos contratos empresariais, especialmente nas operações de M&A. Isso decorre das limitações cognitivas, da imprevisibilidade de certos eventos futuros e dos elevados custos decorrentes de se tentar antecipar e regular exaustivamente todas as contingências possíveis. Sob esse prisma, a incompletude não constitui falha; mas, sim, estratégia eficiente de alocação de recursos.

Ao incorporar as contribuições de Posner, a análise reforça que a eficiência contratual deve ser compreendida como a capacidade de os contratos promoverem a maximização da utilidade das partes, por meio da organização racional da incerteza, da alocação adequada de riscos e da criação de incentivos que desencorajem comportamentos oportunistas. Portanto, pode-se afirmar que a eficiência, no contexto das operações de M&A, deve ser compreendida em termos contextuais, levando em consideração a realidade dos agentes econômicos e a qualidade institucional do ambiente jurídico.

A reflexão proposta, portanto, permite concluir que os contratos de M&A cumprem papel fundamental na estruturação das relações econômicas contemporâneas, formalizando a vontade das partes por meio de instrumentos de governança privada que internalizam as falhas do mercado e promovem maior previsibilidade e estabilidade nas relações negociais.

Por fim, reforça-se que a compreensão da função econômica dos contratos, especialmente no ambiente das reorganizações societárias, exige a superação da análise estritamente normativa e formalista, incorporando ferramentas da AED; em especial, da TCT e dos critérios de eficiência econômica, já que essa abordagem permite compreender a racionalidade subjacente à estrutura contratual das operações de M&A.

6 Referências

AKERLOF, George A. The market for "lemons": quality uncertainty and the market mechanism. **The Quarterly Journal of Economics**, Vol. 84, No. 3, 1970, Oxford University Press, pp. 488-500.

ARAÚJO, Fernando. **Teoria Económica do Contrato**. Coimbra: Almedina, p. 201, 2007.

BANDEIRA, Paula Greco. Contrato incompleto. São Paulo: Atlas, 2015, p. 130.

BARBOSA, Denis Borges. **A doutrina da concorrência**. 2002. Disponível em <https://www.dbba.com.br/wp-content/uploads/a-doutrina-da-concorrncia-2002.pdf>. Acesso em 18/05/2025.

COASE, Ronald. The Nature of the firm. *Economica*, **New Series**, v. 4, n. 16, p. 386-405, 1937. Vol. 4, No. 16, p. 390) Disponível em <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1468-0335.1937.tb00002.x>. Acesso em 14/05/2025.

COASE, Ronald. O problema do custo social. **Revista de Direito Público da Economia**, Belo Horizonte, v.07, n.26, p.135-191, abr./jun. 2009

COASE, Ronald. The Problem of Social Cost. **Journal of Law and Economics**, v. 3, p. 1-44, 1960.

COATES, John C.; PALIA, Darius; WU, Ge. Are m&a contract clauses value relevant to bidder and target shareholders? Discussion Paper No. 999 04/2019. **The Harvard John M. Olin Discussion Paper Series**: Disponível em http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center. Acesso em 18/07/2025.

EIZIRIK, Nelson. **M&A – Regime Societário**. São Paulo: Quartier Latin, 2024.

GONÇALVES, Everton das Neves. **A teoria de Posner e sua aplicabilidade a ordem constitucional econômica brasileira de 1988**. p. 4. Disponível em <https://repositorio.ufsc.br/handle/123456789/106450>. Acesso em 15/05/2025.

GONÇALVES, Everton das Neves e STELZER, Joana. Eficiência e direito: pecado ou virtude? Uma incursão pela análise econômica do direito. **Revista Jurídica da Faculdade de Direito do UNICURITIBA**. Curitiba, PR: Unicuritiba. Revista Eletrônica, v. 1, n. 28. 2012, pp 77-122. Disponível em <http://revista.unicuritiba.edu.br/index.php/RevJur/article/view/412/317>. Acesso em 24/05/2025.

MARTINS-COSTA, Judith. Contrato de cessão e transferência de quotas. acordo de sócios. pactuação de parcela variável do preço contratual denominada earn out. características e função ("causa objetiva") do earn out. **Revista de Arbitragem e Mediação**, vol. 42/2014, Jul - Set Revista do Tribunais Online, 2014, p. 153 – 188.

POSNER, Richard A. **Economic Analysis of Law**. 7 ed. Nova York: Aspen Publishers, 2007.

STIGLITZ, Joseph E.; WALSH, Carl E. **Introdução à Microeconomia**. 3. ed. Rio de Janeiro: Campus, 2003.

SUPERIOR TRIBUNAL DE JUSTIÇA, Recurso Especial nº 1.799.039/SP, relator Ministro Moura Ribeiro, relatora para acórdão Ministra Nancy Andrighi, Terceira Turma, julgado em 04.10.2022. Disponível em <https://www.stj.jus.br/websecstj/cgi/revista/REJ.cgi/ITA?seq=2275653&tipo=0&nreg=202200936508&SeqCgrmaSessao=&CodOrgaoJgdr=&dt=20230323&formato=PDF&salvar=false>. Acesso em 18/07/2025

TEPEDINO, Gustavo. TERRA, Aline Miranda Valverde. GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz. **Fundamentos do direito civil: responsabilidade civil**. 3.ed. Rio de Janeiro: Forense, 2022, p. 609.

TIMM, Luciano Benetti. **Direito & Economia: uma introdução**. São Paulo: Atlas, 2007.

WILLIAMSON, Oliver E. **The Economic Institutions of Capitalism**. New York: The Free Press, 29. Disponível em:
https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/3806114/mod_resource/content/1/Williamson.pdf.
Acesso em: 15 mai. 2025.

WILLIAMSON, Oliver E. **The transaction cost economics project: the theory and practice of the governance of contractual relations**. Massachusetts: Edward Elgar Publishing, Inc., 2013.