

NO-SHOP, BREAK-UP FEE E FIDUCIARY OUT EM CONTRATOS PREPARATÓRIOS A OPERAÇÕES DE FUSÕES E AQUISIÇÕES (M&A): VALIDADE E COMPATIBILIDADE COM OS DEVERES FIDUCIÁRIOS DOS ADMINISTRADORES

No-shop, break-up fee and fiduciary out in precontracts to mergers and acquisitions (M&A) transactions: validity and compatibility with the fiduciary duties of directors

Revista de Direito Societário e M&A | vol. 1/2022 | Jun / 2022

Marcelo Vieira von Adamek

Doutor e Mestre em Direito Comercial pela Faculdade de Direito da USP. Professor Doutor do Departamento de Direito Comercial da Faculdade de Direito da USP. Advogado em São Paulo. marcelo@adamek.com.br

Área do Direito: Empresarial

Resumo: O presente artigo se propõe a discutir a razoabilidade do intuito econômico que justifica a inclusão de certas cláusulas em contratos preparatórios de operações de M&A, especificamente as de (i) *no-shop agreement* – que veda à sociedade-alvo a solicitação de propostas concorrentes durante certo período e geralmente assegura à sociedade interessada a exclusividade para o fechamento de qualquer operação similar à contratada pelas partes; (ii) *break-up fee* – que estipulam multa no caso de ocorrência de situações específicas contratualmente previstas; e (iii) *fiduciary out clause* – que deixam ao Conselho de Administração da sociedade-alvo a possibilidade de avaliar e recomendar uma eventual proposta concorrente.

Palavras-chave: *No-shop* – *Break-up fee* – *Fiduciary out* – Deveres fiduciários.

Abstract: This article aims to discuss the reasonability of the economic intent that justifies the inclusion of certain clauses in preparatory agreements for M&A transactions, specifically those of no-shop agreement - which prohibits the target company from soliciting competing proposals during a certain period and generally assures the interested company exclusivity in closing any transaction similar to that contracted by the parties; break-up fee clauses - which establish a fine in the event of occurrence of specific situations contractually provided for; and fiduciary out clause - which leave it to the Board of Directors of the target company to evaluate and recommend a possible competing proposal.

Keywords: *No-shop* – *Break-up fee* – *Fiduciary out* – Fiduciary duties.

Para citar este artigo: ADAMEK, Marcelo Vieira von. *No-shop, break-up fee e fiduciary out em contratos preparatórios a operações de fusões e aquisições (m&a): validade e compatibilidade com os deveres fiduciários dos administradores*. *Revista de Direito Societário e M&A*. vol. 1. ano 1. São Paulo: Ed. RT, jan.-jun. 2022. Acesso em: DD.MM.AAAA.

1. Introdução: “no-shop”, “break-up fee” e “fiduciary out” em contratos preparatórios a operações de ‘fusões e aquisições’ (‘M&A’)

É comum que operações de fusões e aquisições (“M&A”) sejam estruturadas por meio de contratos preliminares ou preparatórios que, prevendo o desenrolar das negociações, estipulam uma *cláusula de*

*exclusividade*¹, pela qual se veda à sociedade-alvo a solicitação de propostas concorrentes de terceiros durante o período de vigência do acordo e, de modo geral, se assegura à sociedade interessada a exclusividade para o fechamento de qualquer operação similar à contratada pelas partes².

Além disso, para determinar as consequências de um eventual descumprimento dessas obrigações de exclusividade, bem como para regular diversas outras hipóteses de rescisão do acordo, tem se tornado cada vez mais comum, no Brasil e no estrangeiro, a estipulação de uma *break-up fee*³, isto é, de uma cláusula que prevê o pagamento de uma “multa compensatória” como consequência a ser imposta caso configuradas algumas situações fáticas descritas no contrato.

Essas situações fáticas são os gatilhos (atos ou fatos jurídicos) aptos a desencadear a obrigação de pagar a multa, consistindo normalmente (i) no descumprimento das obrigações de exclusividade pela sociedade-alvo; (ii) na aprovação, pela sociedade-alvo ou por seus acionistas, de uma operação concorrente durante o período de vigência do acordo; (iii) no descumprimento, por qualquer das partes, de qualquer obrigação prevista no acordo que dê ensejo à sua resolução; (iv) na falta de aprovação, em assembleia geral da

¹ Também conhecida como “no-shop agreement”, a cláusula de exclusividade com essa conformação pode ser definida, de modo geral, como “a provision either in the acquisition contract or in a letter of intent that prohibits the board of directors from soliciting or encouraging other bids. It is always found in private company acquisition agreements and, far more often than not, in the acquisition agreements for public company transactions” (LAJOUX, Alexandra Reed. *The Art of M&A: A Merger, Acquisition, and Buyout Guide*. 5. ed. McGraw-Hill Education, 2019. p. 958). Cf. ainda: AZARA, Alberto. Clausola di esclusiva. In: CONFORTINI, Massimo. *Clausole negoziali: profili teorici e applicativi di clausole tipiche e atipiche*. Milano: UTET, 2017. p. 406; e GEVURTZ, Franklin A.; e SAUTTER, Christina M. *Mergers and acquisitions law*. St. Paul: West Academic, 2019. § 1.3. n. 1.3.10. pp. 50-57 – os quais lembram que, por vezes, a cláusula de *no-shop* é também chamada de “window shop provision”, embora tecnicamente “a window shop provision is a no shop paired with a fiduciary out”.

² A cláusula de “no-shop” não se confunde com outra correlata, que é a “no talk provision”. É o que bem explicam Franklin A. Gevurtz e Christina M. Sautter: “In essence, as the name suggest, no talk provisions prevent targets from speaking with interested third parties altogether, unless the target has permission from the initial acquirer. [...] pure no talk provisions (that are not paired with the fiduciary out) are the ‘legal equivalent of willful blindness’ and hence are per se invalid (cf.: *Phelps Dodge Corp. v. Cyprus Amax Minerals Co.*, C.A. No. 17398, 1999 WL 1054255, at *2 (Del. Ch. Sept. 27, 1999)). Accordingly, nowadays, no talks are always combined with a fiduciary out” (GEVURTZ, Franklin A.; e SAUTTER, Christina M. Op. cit., p. 51).

³ Cf., por todos, a precisa definição de *break-up fee* por Pascal Guinomet, em obra dedicada ao tema (GUINOMET, Pascal. *Break Fee-Vereinbarungen*. Berlin: Duncker & Humblot, 2003. p. 30):

“Vertragliches Versprechen der Zahlung einer vereinbarten Geldsumme für den Fall, daß die geplante Transaktion aufgrund von bestimmten, vertraglich festgelegten Gründen scheitert, die entweder durch eine Partei zu vertreten sind oder zwar von keiner Partei zu vertreten sind, jedoch die Transaktion nicht mehr durchführbar machen.”	“Promessa contratual do pagamento de uma soma em dinheiro acordada para o caso de a transação planejada se frustrar por certos motivos contratualmente determinados, que são imputáveis a uma parte, ou que, não sendo imputáveis a nenhuma parte, ainda assim tornam inviável a transação.”
---	--

Para a análise das *break-up fees* em contratos de *M&A*, a doutrina privatista alemã mostra-se particularmente útil e rica tanto pela abundância de estudos recentes e modernos em que vêm abordando essa espécie de cláusula quanto pela maior pertinência sistemática que o direito alemão, em comparação com o americano ou inglês, apresenta para com outros ordenamentos da família romano-germânica, inclusive o brasileiro. Isso se reforça quando se considera que o direito societário alemão se aproxima do nosso pela dinâmica dos deveres fiduciários dos administradores e a sua posição orgânica, desde a abolição do *Führerprinzip* (outroza previsto na revogada AktG de 1937 e em boa hora eliminado na vigente AktG de 1965).

sociedade-alvo, da operação planejada ou das condições a que ela está sujeita; e (v) na ausência de aprovação da operação por órgãos públicos (como o CADE).

Esse último gatilho da hipótese “v”, cumpre observar, pode configurar uma *reverse break-up fee* em benefício da própria sociedade-alvo, pela qual se aloca à sociedade interessada todo o risco regulatório concorrencial da operação⁴. E a hipótese “iii”, funcionando também como uma *bidder fee* (isto é, uma multa a ser paga pelo próprio proponente), serve para imprimir bilateralidade à *break-up fee*, sujeitando indistintamente ambas as partes ao dever de pagar a multa em caso de frustração da operação por motivos que lhe forem imputáveis.

A matizar a obrigação de exclusividade assegurada pela *break-up fee*, as partes podem prever também uma *fiduciary out clause*, que deixa ao Conselho de Administração da sociedade-alvo a possibilidade de avaliar e recomendar uma eventual proposta concorrente de terceiro não solicitada e, geralmente, não sujeita a *due diligence* ou a financiamento⁵ (mas que, apesar disso, não impede o desencadeamento da *break-up fee* na hipótese de essa operação concorrente efetivamente se celebrar⁶).

Cumpra esclarecer a razoabilidade do intuito econômico que justifica todas essas cláusulas no contexto das operações de M&A.

⁴ Cf.: FRANKLIN A. GEVURTZ e CHRISTINA M. SAUTTER, *Mergers and acquisitions law*, cit., § 1.3, n° 1.3.10, pp. 56-57 – confirmando que “reverse termination fees typically triggered in events where regulatory consents or financing is not obtained”.

⁵ Cf.: GEVURTZ, Franklin A.; e SAUTTER, Christina M. Op. cit., p. 51, com a seguinte explicação: “Fiduciary outs are contractual clauses that allow a board to perform an act that the agreement otherwise forbids (or to refrain from doing an act that the contract requires) if the performance of the forbidden act (or non-performance of the required act) would otherwise result in a violation of a board’s fiduciary duties. When a board exercises its fiduciary out, the resulting act, or failure to act, is not considered to be a contractual breach. Thus, the fiduciary out acts as a safe harbor to the deal protection device with which it is paired”.

⁶ Nas precisas palavras de GUINOMET, Pascal. Op. cit., pp. 54-55):

<p>“Auffällig ist, daß in manchen Klauseln trotz Vereinbarung eines Ausnahmetatbestandes dennoch eine <i>break fee</i>-Verpflichtung ausgelöst wird, wenn die Transaktion im Ergebnis aufgrund des Angebots von dritter Seite scheitert. Stellt sich ein höheres Angebot für die betroffene Partei nach entsprechender Prüfung als vorteilhafter für die Gesellschaft und ihre Gesellschafter heraus und wird in deren Interesse von der ursprünglich geplanten Transaktion Abstand genommen oder dies empfohlen, hat die Beendigung der ursprünglichen Transaktion eine Auslösung der <i>break fee</i>-Verpflichtung zur Folge. In diesen Fällen ist das Scheitern der Transaktion als Auslöser einer <i>break fee</i>-Vereinbarung nicht von der Reichweite des Ausnahmetatbestandes der no shop-Vereinbarung mitumfaßt.”</p>	<p>“Salta aos olhos que, em muitas cláusulas [de exclusividade], apesar da pactuação de uma hipótese de exceção [<i>i.e.</i> de um <i>fiduciary out</i>], a obrigação de pagar uma <i>break-up fee</i> ainda sim é desencadeada quando a transação, no fim, vem a frustrar-se por causa de uma proposta de terceiros. Caso uma proposta maior pareça à parte interessada mais vantajosa para a sociedade e para os seus sócios e caso em seu interesse se deixe de realizar ou de recomendar a transação original, a interrupção da transação original tem por consequência o desencadeamento da obrigação de pagar a <i>break-up fee</i>. Nesses casos, a frustração da transação como trigger de uma <i>break-up fee</i> não é abrangida pela hipótese de exceção ao acordo de no shop.” (grifo nosso)</p>
---	--

2. A razoabilidade do intuito econômico subjacente às cláusulas

As cláusulas aqui tratadas constituem um conjunto de disposições hoje amplamente difundido no mercado de M&A que, de forma bastante razoável, visa a conferir ao *finder* que se aventura a dar início ao processo de compra de uma companhia-alvo uma contrapartida adequada pelo ônus ligado à sua peculiar posição econômica de “desbravador”⁷.

Com efeito, o primeiro interessado na compra de uma companhia necessariamente realiza vultosos investimentos associados ao “custoso namoro” (*costly courtship*)⁸ que sempre precede à formulação de uma primeira proposta de aquisição, especialmente no que diz respeito à determinação do preço (*price discovery*)⁹. Tais investimentos, que em caso de frustração da proposta configuram *sunk costs* bastante expressivos, abrangem custos diretos e indiretos.

Entre as despesas diretas mais relevantes, caberia mencionar: (i) os custos com a *due diligence*; (ii) os gastos com consultores, contadores, bancos de investimento, advogados “e outros profissionais muito bem pagos”¹⁰; e (iii) a necessidade de revelar informações sensíveis da companhia interessada à companhia-alvo¹¹.

Entre os indiretos, poder-se-ia lembrar o custo de oportunidade com que arca o *finder* em razão do longo período que antecede o esperado fechamento, ao longo do qual, (i) ativos muito expressivos ficam imobilizados à espera da aprovação da operação, (ii) decisões importantes para as atividades da companhia ficam suspensas e (iii) tempo valioso é perdido e poderia ter sido gasto em busca de outro alvo¹².

Do ponto de vista do agente econômico que considera formular uma primeira proposta de aquisição, o risco de ter que suportar em vão todos esses custos atua como um forte desestímulo à tomada de iniciativa.

E esse obstáculo com frequência se supera, justamente, mediante uma combinação de cláusulas de exclusividade com *break-up fees*¹³. Funcionando como uma eficaz “proteção contra custos em caso de

⁷ São, por isso, chamadas de “deal protection devices” (GEVURTZ, Franklin A.; e SAUTTER, Christina M. Op. cit., p. 50).

⁸ WACHTEL, Jonathan. Breaking Up is Hard to Do: A Look at Brazen v. Bell Atlantic and the Controversy over Termination Fees in Mergers and Acquisitions. *Brooklyn Law Review*, v. 65, 1999. p. 586 (“costly courtship”).

⁹ WACHTEL, Jonathan. Op. cit., p. 586 (“price discovery”).

¹⁰ WACHTEL, Jonathan. Op. cit., p. 586.

¹¹ Cf.: BATES, Thomas; e LEMMON, Michael. Breaking up is hard to do? An analysis of termination fee provisions and merger outcomes. *Journal of Financial Economics*, v. 69, n. 3, 2003. p. 476; HÜBNER, Rudolf-Matthias. Break-up Fee. In: SCHERER, Stephan (Coord.). *Un-ternehmensnachfolge*. 6. ed. München: C. H. Beck, 2020. § 3. nº 113; JEON, Jin; e LIGON, James. How much is reasonable? The size of termination fees in mergers and acquisitions. *Journal of Corporate Finance*, v. 17, n. 4, 2011. p. 959; WÄCHTER, Gerhard H. *M&A Litigation: M&A-Recht im Streit*. 2. ed. Köln: RWS, 2014. p. 44; BERGJAN Ralf; e SCHWARZ, Philipp. *Scheitern von Vertragsverhandlungen bei M&A-Transaktionen: Die Breakup-Fee-Klausel im Letter of Intent*. GWR, 2013. v. 4. p. 4; e LIEKEFETT, Kai Haakon. *Due Diligence bei M&A-Transaktionen: Voraussetzungen und Grenzen bei Börsengängen, Fusionen, Übernahmen, Beteiligungskäufen, Private Equity und Joint Ventures*. Berlin: Duncker & Humblot, 2005. p. 121 – entre tantos outros.

¹² Cf.: BATES, Thomas; e LEMMON, Michael. Op. cit., p. 477; WACHTEL, Jonathan. Op. cit., p. 587; e FLEISCHER, Holger. Zulässigkeit und Grenzen von Break-Fee-Vereinbarungen im Aktien- und Kapitalmarktrecht. *Die Aktiengesellschaft*, 2009. p. 346.

¹³ Cf.: “Os contratos temporários têm por função criar obrigações que vinculam as partes somente no período anterior à conclusão do contrato definitivo. [...] É bastante comum se estabelecer que as negociações terão caráter exclusivo, ou seja, que não haverá outros candidatos a contratante, ao menos durante determinado período, bem como disciplinar a responsabilidade com os gastos havidos com estudos

frustração do acordo”¹⁴, elas se mostram como uma contrapartida razoável pelo valor que o *finder* agrega à companhia-alvo, deixando-a “pronta para a venda”¹⁵. Assim, consegue-se que esse valor seja efetivamente internalizado pelo próprio proponente, pois, do contrário, ficaria sujeito à livre apropriação por *free riders* que, sem incorrer nos mesmos custos, baseassem suas propostas em todo trabalho já realizado pelo primeiro¹⁶ – com todo o desestímulo que esse tipo de comportamento oportunista acarreta à competitividade de um mercado, inibindo a iniciativa de potenciais *first bidders*. Esse é o motivo pelo qual, nesse contexto, a *break-up fee* se legitima também como *finder’s fee*¹⁷.

Evidentemente, essa contrapartida acaba por se refletir não só na *iniciativa* do agente que decide formular uma primeira proposta de aquisição¹⁸, mas também nos *termos* em que essa proposta é formulada: ela deixa o proponente confortável para se comprometer com uma proposta especialmente “tentadora”, que, de outro modo, na ausência da proteção contra custos, dificilmente ousaria apresentar¹⁹.

No que diz respeito ao montante que habitualmente atingem esses custos, não é possível chegar a cifras absolutas, pois elas variam muito em função das dimensões da operação e de uma série de fatores concretos envolvidos em cada caso. Muitos autores têm se esforçado, no entanto, por identificar uma proporção média entre a *fee* que visa cobri-los e o valor da operação em um determinado mercado. No Brasil, tem-se conhecimento de duas pesquisas recentemente realizadas pela consultoria *Dealogic* a pedido do jornal “Valor Econômico”, as quais identificaram médias nacionais de 8,2%²⁰ e 7,4%²¹, nos anos de 2018

e pesquisas destinados à celebração de um contrato futuro” (grifo nosso) (ZANETTI, Cristiano de Souza. *Responsabilidade pela ruptura das negociações*. São Paulo: Juarez de Oliveira, 2005. p. 22).

¹⁴ GYSI, Marcus. Break Fee-Vereinbarungen bei Unternehmensübernahmen. *Jusletter* 29, out. 2007. pp. 4-5 (“cost protection in the event of deal failure”). Cf. também: SIEGER, Jürgen; e HASSELBACH, Kai. Break Fee-Vereinbarung bei Unternehmenskäufen. *Betriebs-Berater (BB)*, v. 55, n. 13, 2000. p. 625; e MEYER-SPARENBERG, Wolfgang. Vollzugsbedingungen, Vollzug (Closing) und Rücktritt. In: Meyer-Sparenberg, W.; e JÄCKLE, C. (Coord.). *Beck’sches M&A-Handbuch*. München: C. H. Beck, 2017. p. 815.

¹⁵ Cf.: WÄCHTER, Gerhard H. Op. cit., p. 44.

¹⁶ Cf.: OFFICER, Micah. Termination fees in mergers and acquisitions. *Journal of Financial Economics*, v. 69, n. 3, 2003. p. 462; WÄCHTER, Gerhard H. Op. cit., nota 184, p. 44; WACHTEL, Jonathan. Op. cit., p. 586; e FLEISCHER, Holger. Op. cit., p. 34.

¹⁷ GYSI, Marcus. Op. cit., p. 5. Isso também explica por que uma *break-up fee* estipulada no contexto de uma proposta formulada por outros agentes que sucedam ao primeiro habitualmente terão montante menos expressivos: os principais custos da *price discovery* já foram cobertos pelo *finder*.

¹⁸ Cf.: OFFICER, Micah. Op. cit., pp. 462-463 – com o registro: “Overall, therefore, my evidence on the effects of termination fee use on deal outcomes suggests that target termination fees are *not detrimental to target stockholders*. This conclusion is consistent with the hypothesis that target termination fees are used to *induce the bidder to make investments in a deal with the target the public benefit of which cannot be fully internalized*. From a policy perspective, while specific instances of abuse may occur, on average target shareholders (and by extension the courts) have little to fear from the inclusion of a target termination fee in a merger contract per se”.(grifo nosso)

¹⁹ Cf.: BATES, Thomas; e LEMMON, Michael. Op. cit., p. 502 – registrando o seguinte: “Support for the efficiency hypothesis is further bolstered by our finding that *target fee provisions generally yield positive wealth effects for target shareholders*. Overall, our analyses indicate that provisions for target fee grants entail an *optimal trade-off between the cost of forgoing a potential target auction and higher negotiated deal premiums*”.

²⁰ Cf.: “O percentual está em linha com a média no mercado internacional, mas abaixo da média brasileira. Segundo a Dealogic, o ‘break-up fee’ médio nos Estados Unidos é de 3,8% do valor da transação. *O Brasil é que tem destoado desse percentual, com uma taxa média de 8,2% do valor do negócio*” (Disponível em: [valor.globo.com/financas/noticia/2018/03/20/adocao-de-taxa-de-insucesso-cresce-em-aquisicoes-no-brasil.ghtml]. Acesso em: 14.09.2020).

²¹ Cf.: “Dados da consultoria Dealogic mostram que em operações de fusão e aquisição em território americano, em média, essas multas atingem 3,8% do valor da operação – a amostra reúne 4.697 transações

e 2020, respectivamente – as quais se mostram ligeiramente superiores à identificada em outros mercados com características distintas do nosso, como o dos EUA, que apresentava uma taxa média de 3,8% nos inícios dos anos 2010 (tendo ali havido, porém, alguns casos famosos em que o percentual superou 10%)²² e, mais recentemente, já de 6,76%²³. Na Alemanha, porém, há quem, apoiando-se em parâmetros de cláusulas com funções semelhantes às do mercado de corretagem, sugira que uma proporção média adequada para cobrir os custos giraria em torno de 10% a 15% do valor da operação²⁴.

3. Qualificação jurídica das cláusulas de ‘break-up fee’.

Tendo por objeto a previsão do pagamento de um certo valor prefixado para o caso de descumprimento de uma obrigação contratual (como a obrigação de exclusividade), a *break-up fee* apresenta natureza de *cláusula penal* nos termos do art. 409 do Código Civil²⁵.

realizadas desde 2013. *Sobre o Brasil, a Dealogic chega a uma taxa média de 7,4% a partir de 13 operações mapeadas*” ([valor.globo.com/empresas/noticia/2020/08/21/acordo-chama-atencao-para-multas-elevadas.ghtml]. Acesso em: 14.09.2020).

²² Cf.: BATES, Thomas; e LEMMON, Michael. Op. cit., p. 478. Os autores mencionam (até 2003) 25 casos com *fees* que excediam 10%. É bastante conhecido o caso em que a AT&T precisou pagar *break-up fee* de US\$ 6 bilhões à Deutsche Telekom por causa da frustração da tentativa de compra da T-Mobile, avaliada em US\$ 39 bilhões ([dealbook.nytimes.com/2011/12/20/att-and-t-mobile-whats-2-billion-among-friends/]. Acesso em: 14.09.2020).

²³ Cf.: Franklin A. Gevurtz e Christina M. Sautter, que se baseiam em levantamento realizado pela “Thomson Reuters Practical Law” de 2018 (*Mergers and acquisitions law... cit.*, § 1.3, n. 1.3.10, p. 57), Lembram ainda os autores que esses parâmetros são maiores, quando em discussão a “reverse termination fee”: “reverse termination fees tend to be larger and are not subject to the same scrutiny or limitations” (op. et loc. cit.).

²⁴ Cf.: BERGJAN Ralf; e SCHWARZ, Philipp. Op. cit., p. 5 – que tratam do tema no contexto da discussão relativa a quando cláusulas *break-up fee* em contratos de M&A estão sujeitas às mesmas exigências de forma que o contrato cuja não realização desencadeia a obrigação de pagar a multa. Eles consideram que o patamar de 10% a 15% pode ser, como regra geral, adequado para delimitar quando a cláusula visa apenas a cobrir os custos da contraparte, e, portanto, não tem relação direta com a celebração do negócio sujeito a forma: “se a *break-up fee* para o caso de não celebração da compra ultrapassa de 10 a 15% do preço almejado e escrito na *Letter of Intent*, isso fala muito no sentido da necessidade de que a *Letter of Intent*, por causa da cláusula *break-up fee*, já esteja sujeita à exigência de forma do negócio principal” (no original: “übersteigt die Break-up-Fee für den Fall des Nichtzustandekommens des Kaufvertrages 10 bis 15% des beabsichtigten und im Letter of Intent niedergelegten Kaufpreises, spricht viel dafür, dass der Letter of Intent wegen der darin enthaltenen Breakup-Fee-Klausel bereits der Form des Hauptgeschäfts entsprechen muss”). Gerhard H. Wächter diz que é preciso esperar para ver se esse parâmetro será aceito (*M&A Litigation... cit.*, p. 46). Cf. também: Pascal Guinomet, *Break Fee-Vereinbarungen*, cit., pp. 207 e 250, que menciona o patamar de 10% como ainda inferior aos menores montantes normalmente tidos por suficientes para a configuração de decisões estruturais, que precisam da aprovação da Assembleia, e sustenta que uma *fee* com esse valor pode, a depender do caso, estar muito bem justificada.

²⁵ Note-se, porém, que se no caso concreto a cláusula estiver atrelada à hipótese que não seja de inadimplemento contratual da contraparte ou que resulte da decisão desta de exercer o direito de resiliir contratualmente assegurado, a mesma pode então não ser qualificada como cláusula penal, mas como “pena convencional”: “pode-se prometer submissão a pena sem que se haja assumido dívida, ou se venha a assumir: a pena é para o caso de não se praticar algum ato, ou de se praticar algum ato. Não se promete o ato, ou a omissão; promete-se a submissão a pena”, e, nesse sentido, admite aplicação analógica dos arts. 408 a 416 do Código Civil, pois “a promessa bilateral ou unilateral de submissão a pena rege-se, em princípio, pelas regras jurídicas concernentes à cláusula penal acessória” (PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de direito privado*. 4. ed. São Paulo: RT, 2012. t. III e XXVI. pp. 146-147).

A previsão do pagamento desse valor na hipótese de frustração do negócio desempenha fundamentalmente a função de garantir à sociedade proponente uma *indenização de seu interesse negativo*, isto é, de todos os vultosos custos em que incorre com a preparação do negócio (inclusive por perda de oportunidades alternativas) caso a operação não seja realizada. Essa constatação permite chegar a uma qualificação ainda mais precisa da cláusula em questão como *cláusula penal compensatória*²⁶.

O interesse da sociedade proponente em estipular essa cláusula está, via de regra, em se ver livre do ônus de fazer a prova difícil de todos os prejuízos que teria deixado de sofrer caso não tivesse empreendido a tentativa de adquirir a sociedade-alvo, em uma eventual ação indenizatória fundada na violação culposa do dever de exclusividade assumido por esta última, bem como em se ver livre de todos os custos envolvidos em uma disputa judicial em que eventualmente tivesse de cobrar esses valores.

Apenas quando for possível provar que o valor estipulado evidentemente supera o interesse negativo da sociedade proponente em caso de frustração do negócio é que se poderá qualificar uma *break-up fee* como cláusula penal “coercitiva”, “assecuratória” ou, com o pleonasma usado por parte da doutrina tradicional, “punitiva”²⁷ – que, em todo caso, é também *função legitimamente desempenhada* pelo instituto da cláusula penal no direito brasileiro²⁸.

Vê-se, pois, que não há nada a objetar à validade de *break-up fees* e de cláusulas de exclusividade em si consideradas, sejam aquelas cláusulas penais compensatórias, seja cláusulas penais “punitivas”.

Cumprido, pois, analisá-las agora sob a perspectiva de sua aprovação pela administração das companhias envolvidas (possivelmente abertas), e verificar se sua celebração, de alguma forma, implica violação de deveres fiduciários dos administradores para com a respectiva companhia.

4. Compatibilidade teórica com os deveres fiduciários

Entre todos os deveres fiduciários que devem pautar a conduta dos administradores de uma S/A, cobram especial relevo para a presente análise os deveres de *agir no interesse da companhia* (LSA, art. 154, *caput*) e de *servi-la com lealdade* (LSA, art. 155, *caput*) – que é, na verdade, a essência dos deveres fiduciários como um todo, e obriga o agente a “evitar que a companhia, por ato ou omissão sua, sofra

²⁶ “Compensatória” – por óbvio – “é aquela que tem por função compensar as perdas e danos presumidos, em virtude do inadimplemento” (FRANÇA, Rubens Limongi. *Teoria e prática da cláusula penal*. São Paulo: Saraiva, 1988. p. 126). Cf. ainda: SALLES, Pedro Amaral. *A função coercitiva da cláusula penal e uma crítica ao art. 412 do Código Civil de 2002*. São Paulo: Almedina, 2014. p. 29.

²⁷ Cf.: FRANÇA, Rubens Limongi. Op. cit., p. 133-137.

²⁸ Como já explicava Pontes de Miranda, “na cláusula penal acessória, há, frequentemente, a função de *pressão, a mais, sobre o devedor*, e a de tornar supérflua a prova do dano e do seu importe” (*Tratado de direito privado*, tomo XXVI, cit., p. 148). Cf. também: SALLES, Pedro Amaral. Op. cit., p. 34. Essa é uma diferença importante entre o nosso sistema e o da *common law*, que, por razões históricas, só admite a cláusula penal que funcione como *liquidated damages*, considerando nula a que funcione como verdadeira *penalty* (cf. LINDACHER, Walter F. *Phänomenologie der ‘Vertragsstrafe’*: Vertragsstrafe, Schadensersatzpauschalierung und schlichter Schadensbeweisvertrag. Frankfurt a.M.: Athenäum, 1972. pp. 18-22). Nesse sentido, qualquer argumentação contra *break-up fees* punitivas importada do contexto norte-americano ou inglês deve ser vista *com reservas* pelo jurista brasileiro.

prejuízo ou deixe de auferir benefício”, e não se beneficiar do uso de seus poderes em detrimento da companhia e, indiretamente, dos acionistas²⁹.

Com efeito, as objeções que possivelmente se poderiam levantar contra o administrador de companhia que autoriza ou assina um contrato contendo uma *break-up fee* atrelada a uma cláusula de exclusividade são: (i) a de não ter agido no interesse da companhia ao conceder exclusividade a um determinado *bidder*, pois isso seria contrário ao interesse da companhia de se manter aberta a um mercado amplamente competitivo e, assim, estar em condições de escolher a melhor proposta (principalmente em termos de promoção da atividade social e prêmio percebido pelos acionistas) entre as que o mercado poderia apresentar; (ii) a de não ter agido no interesse da companhia ao assumir o risco de ter de pagar, sem contrapartida, uma prestação tão vultosa que poderia pôr em risco a continuidade da atividade social; (iii) a de ter agido deslealmente ao restringir a margem de liberdade da Assembleia Geral para rejeitar uma proposta possivelmente desvantajosa, quebrando, assim, a confiança nele depositada e usando seus poderes para usurpar a competência dos acionistas, em prejuízo da estrutura orgânica da companhia.

No entanto, de regra e, pois, à partida, nenhuma dessas objeções procede (ressalvada sempre, no entanto, a análise concreta diante de cada caso)

A *primeira objeção* (perda de propostas melhores) não procede em caráter geral porque, à partida, a praxe de assumir uma obrigação de exclusividade, pelos motivos econômicos retroexplicados, *mais promove que inibe a competição* pela aquisição de uma companhia-alvo, uma vez que contribui para dar início a uma disputa pela aquisição, funcionando como um estímulo decisivo para que interessados decidam a tomar sobre si o risco de formular uma primeira proposta³⁰.

Além disso, como vantagem concedida ao proponente no contexto da barganha, a exclusividade habitualmente se reflete nos termos de uma *proposta especialmente favorável* à companhia-alvo, de modo que a concessão de uma *break-up fee* funciona como o instrumento de que a administração se vale para assegurar que essa proposta desejável seja oferecida, devendo-se lembrar que a qualidade de uma proposta se mede pelo interesse da companhia, e, portanto, não só o preço³¹, mas também variáveis como o potencial de sinergia entre adquirente e adquirida devem ser consideradas³².

²⁹ Cf.: CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. *Direito das companhias* (obra coletiva) – coord. Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017. § 293. pp. 808-817, e § 295, pp. 821-831; e ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Responsabilidade civil dos administradores de S/A e as ações correlatas*. 1. ed. 2. tir. São Paulo: Saraiva, 2010. pp. 142-154.

³⁰ Cf.: GYSI, Marcus. Op. cit., p. 11 – com o seguinte registro: “Como, porém, ela [a *break fee* associada à exclusividade] é um *meio necessário até para receber uma proposta pelas ações da companhia Z, ela é do interesse da companhia Z*. A celebração desse ajuste de *break fee* está, pois, no âmbito de legítima apreciação pelo conselho de administração da companhia Z, e *não configura violação de dever fiduciário*” (no original: “Da sie aber ein *notwendiges Mittel ist, um überhaupt ein Angebot für die Z Aktien zu erhalten, liegt sie auch im Interesse der Z AG*. Der Abschluss dieser Break Fee-Vereinbarung liegt demnach im Ermessen des Z VR und stellt *keine Treuepflichtverletzung* dar”).

³¹ Cf.: LAJOUX, Alexandra Reed. Op. cit., p. 959: “Finally, the board must determine whether the bidder will refuse to enter into the transaction without the no-shop clause. *If so, and if the board is comfortable with the fairness of the price, the no-shop agreement may be advisable to secure for the shareholders the benefit of a good sale price*”.

³² Cf.: DRINKUTH, Henrik. Öffentliche Übernahmen. In: *Handbuch börsennotierte AG: Aktien- und Kapitalmarktrecht*. 4. ed. Köln: Otto Schmidt, 2018. § 60.174. p. 2.018 – para quem “a execução de uma oferta por um determinado proponente pode estar ligada a vantagens especiais para a companhia-alvo. Estas podem dar-se por exemplo a partir de *vantagens de associação ou efeitos de sinergia*, de acesso a novas fontes de financiamento, da melhora do *rating* ou da abertura de novos mercados de venda” (no original: “Die Durchführung eines Angebots durch einen bestimmten Bieter kann mit besonderen Vorteilen

E de todo modo, conforme explicado, ela se manifesta como *contrapartida adequada* pelo valor que o *finder* agrega a uma companhia ao deixá-la “pronta para a venda”.

Em outras palavras, a exclusividade *faz parte do jogo* num contexto de negociações para uma possível aquisição, e não se podem acusar os administradores que a concedem de prejudicar os interesses da companhia pura e simplesmente sob a alegação de que a privaram de outras vantagens que ela poderia auferir nesse contexto.

Isso vale por ainda maior razão quando a obrigação de exclusividade é *relativizada por um fiduciary out*, isto é, quando o Conselho de Administração da sociedade-alvo pode avaliar e recomendar propostas não solicitadas de terceiros sem incidir na multa³³, o que faz com que a sociedade-alvo não se feche totalmente a outras propostas mais favoráveis que a da proponente.

A *segunda objeção* (risco à continuidade da empresa assumido sem contrapartida) tampouco pode ser anteposta em caráter geral porquanto a obrigação de pagar a multa não é assumida sem contrapartida, já que – repita-se mais uma vez – ela representa uma *compensação adequada* pelo risco assumido pelo *first bidder* e pelo valor que a formulação de uma primeira proposta agrega à companhia-alvo. Cumpre lembrar, outrossim, que a *break-up fee* atrelada à obrigação de exclusividade costuma ser pactuada juntamente com diversas outras hipóteses de multas, no contexto mais amplo de uma *cláusula bilateral*, que impõe também à proponente o risco de eventualmente ter de pagar a mesma multa à sociedade-alvo – até mesmo por fato de terceiro (negativa de aprovação por autoridade pública).

E a *terceira objeção* (usurpação do poder da Assembleia Geral), por fim, também não pode ser suscitada como regra, pois assumir obrigação de pagar um valor correspondente a algo como cinco ou mesmo (em alguns casos) 10% do total de uma operação em caso da sua não realização ainda está longe de se equiparar a uma antecipação da sua deliberação pela Assembleia Geral.

E deve-se lembrar que, funcionalmente, a cláusula sequer tem o objetivo primário de pressionar a aceitação da proposta, servindo, antes, à *compensação dos prejuízos* potenciais da sociedade proponente e figurando como legítima contrapartida pelo risco que ela assumiu e os gastos que realizou³⁴.

De todo modo, ainda quando se admitisse que a cláusula serve, em algum caso concreto, a uma função primária coercitiva, a mera autorização da assinatura de uma cláusula desse tipo pelo Conselho de Administração, estando longe de se equiparar ao valor da operação (e, portanto, sendo um fator relevante, mas não decisivo, na deliberação da Assembleia Geral), no mais das vezes se afigura medida suficiente para mantê-la no âmbito de autonomia dos administradores³⁵ para decidir se assumem o *risco a que está sujeito*

für die Zielgesellschaft verbunden sein. Diese können sich etwa aus *Verbundvorteilen* oder *Synergieeffekten*, dem Zugang zu neuen Finanzierungsquellen, der Verbesserung des Ratings oder der Erschließung neuer Absatzmärkte ergeben”).

³³ Fator que é tipicamente reconhecido como suficiente para afastar a hipótese de quebra de deveres fiduciários quando da pactuação de uma cláusula de exclusividade (cf.: BEISEL, Wilhelm; e KLUMPP, Hans-Hermann. *Der Unternehmenskauf*. 7. ed. München: C. H. Beck, 2016. §14. nº 12).

³⁴ Fator que boa parte da doutrina já considera suficiente para rejeitar de plano a suspeita de usurpação indireta de competências da Assembleia Geral (cf.: GUINOMET, Pascal. Op. cit., p. 205).

³⁵ Cf.: FETT, Torsten; e SPIERING, Christoph. *Handbuch Joint Venture*. 2. ed. Heidelberg: C. F. Müller, 2015. p. 244 (que falam numa legítima “*Anreizfunktion*”, função estimuladora) e FLEISCHER, Holger. Op. cit., p. 346 (que matiza que a pressão exercida pela *break-up fee* pode ser “*mehr oder minder sanft*”, mais ou menos suave). Cf. ainda: HÜBNER, Rudolf-Matthias. Op. cit., § 3, nº 114 – que cita um exemplo de *break-up fee* com função verdadeiramente persuasória (“*echter Strafcharakter*”) sem, no entanto, equivaler a uma antecipação da deliberação da Assembleia Geral pelo Conselho de Administração (“*keinen Abschlusszwang ausübt*”).

uma oportunidade de negócio especialmente favorável à companhia – oportunidade que eles, aliás, têm o dever de aproveitar³⁶.

Quando, portanto, essa decisão é tomada pelos administradores de modo *informado*, contando com assessoria jurídica e econômica, e, justamente pela miríade de variáveis que envolve na apreciação da conveniência de assumir determinado risco, ela costuma estar plenamente coberta pelo critério da *business judgment rule*³⁷:

*“It is worth reiterating that the decision about whether to grant a no-shop agreement falls within the purview of the business judgment of the board of directors. Thus, the timing of the offer, the surrounding circumstances (hostile bidders, management buyers, and the like), other evidence of fairness, and the necessity of the clause to get the best deal for the stockholders all must be considered. There is no hard-and-fast rule.”*³⁸

A conduta dos administradores que aprovam e assinam uma *break-up fee* para sancionar descumprimentos a obrigações de exclusividade tende a ser imune, pois, a quaisquer questionamentos fundados em uma suposta violação de deveres fiduciários – ressalvadas, como sempre, as particularidades de cada caso concreto, a conduta dos agentes e o iter decisório percorrido.

5. Consequências de uma hipotética violação dos deveres fiduciários

De toda forma, cumpre ainda esclarecer: ainda quando tais deveres sejam violados pelos administradores da sociedade-alvo, o contrato preparatório da operação segue, por princípio, tendo eficácia vinculante perante a própria sociedade-alvo.

Com efeito, a vinculação dessa sociedade por atos de seus administradores se dá pelo fato de estes agirem como (re)presentantes orgânicos da companhia (CC, art. 47; e LSA, art. 144), e, no que concerne aos fatores de eficácia para que a sociedade-alvo seja vinculada por um negócio celebrado em nome dela, devem-se distinguir rigorosamente os limites dos *poderes externos de representação* dos administradores (*Vertretungsmacht*), que os legitimam a atuar em nome da companhia, de um lado, e os *deveres internos perante a companhia* decorrentes da relação subjacente à outorga de poderes (*Vertretungsbefugnis*), que os obrigam a responder por abusos, de outro³⁹.

³⁶ Cf.: CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. Op. cit., § 295, p. 829.

³⁷ Eis que respeitadas todas as exigências de uma postura diligente que toma uma decisão após um *iter* adequado (cf.: ADAMEK, Marcelo Vieira von. Op. cit., n. 3.2.1.1, pp. 129-132; BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. *A administração de companhias e a busi-ness judgment rule*. São Paulo: Quartier Latin, 2017. pp. 137-139; COUTO SILVA, Alexandre. *Responsabilidade dos Administradores de S/A: busi-ness judgment rule*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007. p. 199; e EIZIRIK, Nelson et al. *Mercado de capitais: regime jurídico*. 4. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 568). Cf. ainda: CVM, Processo RJ-1443/2005, Rel. Dir. Pedro Oliva Marcilio de Sousa, v.u., j. 21.03.2006.

³⁸ LAJOUX, Alexandra Reed. Op. cit., p. 960. Cf. também: DRINKUTH, Henrik. Op. cit., p. 2020 – apontando que, “no âmbito da sua atuação de direção dos negócios sociais, a diretoria goza [ao decidir sobre uma *break-up fee*] de *discricionariedade empresarial conforme a business judgment rule* regrada no § 93, 1, 2 da AktG” (no original: “Im Rahmen seiner Geschäftsleitungstätigkeit steht dem Vorstand ausweislich der in § 93 Abs. 1, Satz 2 AktG normierten *Business Judgment Rule* unternehmerisches Ermessen zu”).

³⁹ Sobre a distinção entre a relação externa de representação e a relação interna entre representante e representado, que vale não só para a representação voluntária, mas também para a orgânica, cf.: PONTES

Um dos princípios fundamentais do direito brasileiro da representação reside justamente em que a eficácia do negócio celebrado pelo representante em nome do representado *independe* da observância dos deveres internos de um para com outro (inoponíveis a terceiros), dependendo tão somente de que o representante atue dentro dos limites de seus poderes de representação⁴⁰. É também o que ensina a doutrina alemã, que foi a primeira a reconhecer esse princípio da abstração da outorga de poderes⁴¹ e que, especificamente no tocante a *break-up fees*, afirma:

<p>“Verstößt die Break-Fee-Vereinbarung im Einzelfall gegen §§ 76 Abs. 1, 93 Abs. 1 AktG, hat dies in der Regel keine Klauselnichtigkeit zur Folge. Ein Vorstandsmitglied, das seine Sorgfaltspflichten verletzt, ist der Gesellschaft zwar im Innenverhältnis gem. § 93 Abs. 2 AktG zur Leistung von Schadensersatz verpflichtet, doch bleibt die Wirksamkeit abgeschlossener Verträge im Außenverhältnis hiervon grundsätzlich unberührt. Das ergibt sich ohne weiteres aus seiner unbeschränkten und unbeschränkbarer Vertretungsmacht nach § 82 Abs. 1 AktG.”⁴²</p>	<p>“Se a <i>break-up fee</i> em um caso concreto viola os §§ 76, 1, e 93, 1, da AktG, isso, geralmente, não acarreta como consequência a nulidade da cláusula. Um diretor que viola seus deveres de diligência fica obrigado na relação interna à indenização de <i>perdas e danos</i> segundo o § 93, 2, da AktG, mas a eficácia dos contratos celebrados na relação externa permanece, em face disso, fundamentalmente intocada. Isso resulta sem mais dos poderes não limitados nem limitáveis dos administradores segundo o § 82 1 AktG.”⁴²</p>
--	--

Nesse sentido, uma eventual violação dos deveres fiduciários dos administradores para com a companhia e com os acionistas (LSA, arts. 153 a 157) jamais poderia, só por si, ser invocada para arguir a ineficácia (e menos ainda a invalidade) de um negócio celebrado com terceiros, servindo apenas para impugnar negócios celebrados entre o administrador e a própria sociedade e fundamentar a responsabilidade do administrador perante a companhia (LSA, art. 158)⁴³.

A exceção a esse princípio fundamental é a que, no direito brasileiro, sanciona com a anulabilidade os casos de *colusão* (i.e. abuso perpetrado pelo representante em conluio com o terceiro) e os que se lhe equiparam (i.e. em que o abuso é absolutamente evidente para o terceiro)⁴⁴ – hipóteses reconduzíveis, em termos genéricos, à *exceptio doli*. É o que se extrai das normas gerais relativas à representação no Código

DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de direito privado*. 4. ed. São Paulo: RT, 2012. t. III. pp. 326-327; e FLUME, Werner. *Allgemeiner Teil des Bürgerlichen Rechts – Das Rechtsgeschäft*. 4. ed. Berlin: Springer, 1992. pp. 785-787. Cuida-se, ademais, de regra de proteção aos credores sociais (por todos, cf.: WIEDEMANN, Herbert. *Gesellschaftsrecht*. München: C. H. Beck, 1980. § 10 II. p. 523).

⁴⁰ Cf.: ADAMEK, Marcelo Vieira von; e CONTI, André Nunes. Teoria da aparência: críticas à sua irrefletida aplicação em matéria de representação voluntária, In: BARBOSA, Henrique Barbosa; e SILVA, Jorge Cesar F. da (Coord.). *A evolução do direito empresarial e obrigacional: 18 anos do Código Civil*. São Paulo: Quartier Latin, 2021. v. 1. pp. 647-652. Cf. também: PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti, tomo III... cit., p. 328; FLUME, Werner. Op. cit., p. 787.

⁴¹ A tese pioneiramente defendida por Paul Laband (Die Stellvertretung bei dem Abschluss von Rechtsgeschäften nach dem allgemeinen Deutschen Handelsgesetzbuch. *Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht*, v. 10, 1866. pp. 183 ss.) exerceu uma influência decisiva sobre a maioria dos sistemas jurídicos romano-germânicos, e se considera hoje uma das grandes “descobertas” jurídicas do século XIX.

⁴² FLEISCHER, Holger. Op. cit., p. 351. Cf. também: GUINOMET, Pascal. Op. cit., p. 275.

⁴³ Cf.: LAZZARESCHI NETO, Alfredo Sérgio. *Lei das Sociedades por Ações*. 5. ed. São Paulo: Societatis, 2017. v. 1. p. 654.

⁴⁴ Cf.: ADAMEK, Marcelo Vieira von; e CONTI, André Nunes. Op. cit., p. 648; PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de direito privado*. 4. ed. São Paulo: RT, 2012. t. III. p. 332. Cf. no direito alemão: FLEISCHER, Holger. Op. cit., p. 351; MEYER-SPARENBERG, Wolfgang. Op. cit., p. 816; e FLUME, Werner. Op. cit., p. 844.

Civil quando, por exemplo, se determina ser anulável o negócio celebrado em conflito de interesses (espécie de violação dos deveres internos) que era ou devia ser de conhecimento do terceiro (CC, art. 119).

6. Divisão legal de competências orgânicas na S/A

Para encerrar o assunto da obrigação de exclusividade e da correlata *break-up fee*, cabe uma última observação relativa à divisão legal de competências orgânicas estabelecida pela Lei das S/A.

Como se viu, a eficácia do contrato preparatório perante a sociedade-alvo depende de que os administradores que o assinaram tenham agido dentro dos limites de seus poderes de representação. Nesse sentido, poderia suscitar questionamentos o fato de a Lei das S/A, no art. 223, *caput*, estatuir que a Assembleia Geral é competente para deliberar sobre operações de incorporação, fusão e cisão – subtraindo, assim, do poder geral de representação dos administradores, a legitimidade para realizar tais operações.

Conquanto os administradores de fato careçam de poderes para realizar essas operações sem autorização da Assembleia Geral, e embora essa falta de poderes atinja também, por interpretação teleológica do dispositivo em questão, atos indiretamente equivalentes àqueles vedados (como o ato de *incondicionalmente* obrigar a companhia a realizar tal operação), não se pode dizer que a contratação de uma obrigação de exclusividade atrelada à *break-up fee* configure necessariamente um ato substancialmente equivalente àqueles reservados pelo art. 223 à competência privativa da Assembleia Geral.

E isso – com o perdão da insistência – por três boas razões: (i) a uma, porque, como se disse, a pactuação de uma multa equivalente a algo como cinco ou 10% do valor de uma operação para o caso de sua frustração, na maior parte dos casos, está longe de uma assunção cabal da obrigação de realizá-la; (ii) a duas, porque essa pactuação se dá no âmbito da negociação que necessariamente precede à apresentação de uma proposta à Assembleia Geral, de modo que, considerando que “quem quer os fins quer também os meios”, o art. 223 da Lei das S/A evidentemente pressupõe que permanecem cobertos pelos poderes dos administradores todos os atos ordenados à negociação e à apresentação de uma proposta de incorporação à Assembleia Geral – sendo esse o motivo pelo qual a doutrina unanimemente reconhece a competência dos administradores para celebrar *break-up fees*⁴⁵; e (iii) a três, porque *fiduciary outs* normalmente deixam uma ampla margem decisória à Assembleia Geral para rejeitar a operação ao reduzir, nessa hipótese, a multa contratual a patamares inferiores.

7. Conclusão

A estipulação de uma *break-up fee* para – entre outras hipóteses – sancionar violações a uma obrigação de exclusividade (*no shop*) na fase preparatória de uma operação de M&A é, por princípio, plenamente

⁴⁵ A estipulação de uma *break-up fee* é considerada pela doutrina mera “*medida técnica de preparação*” (“*technische Vorbereitungshandlung*”) para a planejada operação de M&A, que, tal como a contratação de advogados, consultores e bancos de investimento, *dispensa a aprovação da Assembleia Geral*, e, em todo caso, “atender a um tal dever de consultar [a Assembleia Geral], no contexto das negociações de M&A, estaria ligado a enormes dificuldades, se não fosse (especialmente considerando a urgência sob a qual essas negociações habitualmente são conduzidas) praticamente impossível” (SIEGER, Jürgen; e HASSELBACH, Kai. Op. cit., p. 627; no original: “*Einer derartigen Konsultationspflicht nachzukommen, wäre im Rahmen von Verschmelzungs- und Übernahmeverhandlungen vielfach mit erheblichen Schwierigkeiten verbunden wenn nicht gar (insbesondere im Hinblick auf den Zeitdruck, unter dem derartige Verhandlungen üblicherweise geführt werden) nahezu unmöglich*”).

compatível com o direito brasileiro vigente, e pode ser feita pela própria administração das companhias envolvidas. A *break-up fee* qualifica-se dogmaticamente como uma cláusula penal, pois prevê o pagamento de uma multa para a hipótese de descumprimento de um dever contratual. Essa multa tem, geralmente, função compensatória, pois visa a assegurar à companhia proponente – que, como *first bidder*, incorre em vultosos custos para avaliar a companhia-alvo – uma compensação dos seus investimentos frustrados em caso de não realização da operação. É possível, no entanto, que, dado o seu montante, a multa em algum caso vá além e chegue a assumir a (legítima) função coercitiva de desencorajar o descumprimento de obrigações contratuais (como a obrigação de exclusividade). Em ambos os casos, a assinatura de uma cláusula desse tipo pela administração das companhias envolvidas (sem deliberação da Assembleia Geral) não implica, de per si, qualquer violação dos deveres fiduciários dos administradores, pois, uma vez que o montante da multa não ultrapassa uma pequena fração do valor da operação, essa cláusula não configura uma forma indireta de adiantar a decisão final dos acionistas quanto à realização ou não da operação, mas apenas um meio para tornar economicamente razoável, para ambas as partes, o engajamento nas negociações, isto é, uma decisão negocial que visa a colocar os meios necessários para aproveitar uma oportunidade de negócios. Isso é ainda mais certo nos casos em que, juntamente com a *break-up fee*, se estipula também um *fiduciary out*, isto é, uma hipótese de exceção à incidência da multa, que relativiza a obrigação de exclusividade (por exemplo, permitindo a avaliação de propostas não solicitadas de terceiros). Por fim, ainda quando, em algum caso específico, se entenda que uma *break-up fee* foi celebrada pelas companhias envolvidas com violação dos deveres fiduciários dos administradores, sua estipulação ainda assim vincula ambas as companhias, pois o poder de representação dos administradores não é limitado por seus deveres fiduciários: a cláusula, nessa hipótese, seria eficaz, e a única consequência seria uma possível responsabilização dos administradores na forma do art. 159 da Lei das S/A. Exceções a essas regras podem até existir, mas, como sempre, hão de estar fundadas nas particularidades concretas de cada caso, pois não resultam das estipulações em si, e, como sempre, hão de ser tratadas como excepcionais mesmo no direito brasileiro.

8. Bibliografia

ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Responsabilidade civil dos administradores de S/A e as ações correlatas*. 1. ed. 2. tir. São Paulo: Saraiva, 2010.

ADAMEK, Marcelo Vieira von; e CONTI, André Nunes. Teoria da aparência: críticas à sua irrefletida aplicação em matéria de representação voluntária, In: BARBOSA, Henrique Barbosa; e SILVA, Jorge Cesar F. da (Coord.). *A evolução do direito empresarial e obrigacional: 18 anos do Código Civil*. São Paulo: Quartier Latin, 2021. v. 1.

AZARA, Alberto. Clausola di esclusiva. In: Confortini, Massimo (Coord.). *Clausole negoziali: profili teorici e applicativi di clausole tipiche e atipiche*. Milano: UTET, 2017.

BATES, Thomas; e LEMMON, Michael. Breaking up is hard to do? An analysis of termination fee provisions and merger outcomes. *Journal of Financial Economics*, v. 69, n. 3, 2003.

BEISEL, Wilhelm; e KLUMPP, Hans-Hermann. *Der Unternehmenskauf*. 7. ed. München: C. H. Beck, 2016.

No-shop, break-up fee e fiduciary out em contratos preparatórios a operações de fusões e aquisições (M&A): validade e compatibilidade com os deveres fiduciários dos administradores

BERGJAN Ralf; e SCHWARZ, Philipp. Scheitern von Vertragsverhandlungen bei M&A-Transaktionen: Die Breakup-Fee-Klausel im Letter of Intent. *GWR*, v. 4, 2013.

BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. *A administração de companhias e a business judgment rule*. São Paulo: Quartier Latin, 2017.

COUTO SILVA, Alexandre. *Responsabilidade dos Administradores de S/A: business judgment rule*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

DRINKUTH, Henrik. Öffentliche Übernahmen. In: *Handbuch börsennotierte AG: Aktien- und Kapitalmarktrecht*. 4. ed. Köln: Otto Schmidt, 2018.

EIZIRIK, Nelson et al. *Mercado de capitais: regime jurídico*. 4. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019.

FETT, Torsten; e SPIERING, Christoph. *Handbuch Joint Venture*. 2. ed. Heidelberg: C. F. Müller, 2015.

FLEISCHER, Holger. Zulässigkeit und Grenzen von Break-Fee-Vereinbarungen im Aktien- und Kapitalmarktrecht. *Die Aktiengesellschaft*, 2009.

FLUME, Werner. *Allgemeiner Teil des Bürgerlichen Rechts – Das Rechtsgeschäft*. 4. ed. Berlin: Springer, 1992.

GEVURTZ, Franklin A.; e SAUTTER, Christina M. *Mergers and acquisitions law*. St. Paul: West Academic, 2019.

GUINOMET, Pascal. *Break Fee-Vereinbarungen*. Berlin: Duncker & Humblot, 2003.

GYSI, Marcus. Break Fee-Vereinbarungen bei Unternehmensübernahmen. *Jusletter* 29, out. 2007.

HÜBNER, Rudolf-Matthias. Break-up Fee. In: SCHERER, Stephan (Coord.). *Unternehmensnachfolge*. 6. ed. München: C. H. Beck, 2020.

No-shop, break-up fee e fiduciary out em contratos preparatórios a operações de fusões e aquisições (M&A): validade e compatibilidade com os deveres fiduciários dos administradores

JEON, Jin; e LIGON, James. How much is reasonable? The size of termination fees in mergers and acquisitions. *Journal of Corporate Finance*, v. 17, n. 4, pp. 959-981, 2011.

LABAND, Paul. Die Stellvertretung bei dem Abschluss von Rechtsgeschäften nach dem allgemeinen Deutschen Handelsgesetzbuch. *Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht*, v. 10, 1866.

LAJOUX, Alexandra Reed. *The Art of M&A: A Merger, Acquisition, and Buyout Guide*. 5. ed. McGraw-Hill Education, 2019.

LAMY FILHO, Alfredo; e BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (Coord.). *Direito das companhias*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

LAZZARESCI NETO, Alfredo Sérgio. *Lei das Sociedades por Ações*. 5. ed., São Paulo: Societatis, 2017. v. 1.

LIEKEFETT, Kai Haakon. *Due Diligence bei M&A-Transaktionen: Voraussetzungen und Grenzen bei Börsengängen, Fusionen, Übernahmen, Beteiligungskäufen, Private Equity und Joint Ventures*. Berlin: Duncker & Humblot, 2005.

LIMONGI FRANÇA, Rubens. *Teoria e prática da cláusula penal*. São Paulo: Saraiva, 1988.

LINDACHER, Walter F. *Phänomenologie der 'Vertragsstrafe': Vertragsstrafe, Schadensersatzpauschalierung und schlichter Schadensbeweisvertrag*. Frankfurt a.M.: Athenäum, 1972.

MEYER-SPARENBERG, Wolfgang. *Vollzugsbedingungen, Vollzug (Closing) und Rücktritt*. In: Meyer-Sparenberg, W.; e JÄCKLE, C. (Coord.). *Beck'sches M&A-Handbuch*. München: C. H. Beck, 2017.

OFFICER, Micah. Termination fees in mergers and acquisitions. *Journal of Financial Economics*, v. 69, n. 3, 2003.

PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de direito privado*. 4. ed. São Paulo: RT, 2012. t. III e XXVI.

No-shop, break-up fee e fiduciary out em contratos preparatórios a operações de fusões e aquisições (M&A): validade e compatibilidade com os deveres fiduciários dos administradores

SALLES, Pedro Amaral. *A função coercitiva da cláusula penal e uma crítica ao art. 412 do Código Civil de 2002*. São Paulo: Almedina, 2014.

SIEGER, Jürgen; e HASSELBACH, Kai. Break Fee-Vereinbarung bei Unternehmenskäufen. *Betriebs-Berater (BB)*, v. 55, n. 13, 2000.

WACHTEL, Jonathan. Breaking Up is Hard to Do: A Look at Brazen v. Bell Atlantic and the Controversy over Termination Fees in Mergers and Acquisitions. *Brooklyn Law Review*, v. 65, 1999.

WÄCHTER, Gerhard H. *M&A Litigation: M&A-Recht im Streit*. 2. ed. Köln: RWS, 2014.

WIEDEMANN, Herbert. *Gesellschaftsrecht*. München: C. H. Beck, 1980.

ZANETTI, Cristiano de Souza. *Responsabilidade pela ruptura das negociações*. São Paulo: Juarez de Oliveira, 2005.