

UNIVERSIDADE PRESBITERIANA MACKENZIE

ISABELLA BACHEGA RODRIGUES

**ANÁLISE DA EFICÁCIA DA RESOLUÇÃO DE IMPASSES
SOCIETÁRIOS POR MEIO DE CLÁUSULAS DE *BUY OR SELL***

São Paulo

2020

ISABELLA BACHEGA RODRIGUES

**ANÁLISE DA EFICÁCIA DA RESOLUÇÃO DE IMPASSES
SOCIETÁRIOS POR MEIO DE CLÁUSULAS DE *BUY OR SELL***

Trabalho de Graduação apresentado como
requisito para obtenção do título de Bacharel no
Curso de Direito da Universidade Presbiteriana
Mackenzie.

ORIENTADOR: PEDRO ALVES LAVACCHINI RAMUNNO

São Paulo

2020

ISABELLA BACHEGA RODRIGUES

**ANÁLISE DA EFICÁCIA DA RESOLUÇÃO DE IMPASSES
SOCIETÁRIOS POR MEIO DE CLÁUSULAS DE *BUY OR SELL***

Trabalho de Graduação apresentado como
requisito para obtenção do título de Bacharel no
Curso de Direito da Universidade Presbiteriana
Mackenzie.

Aprovad(o)a em:

BANCA EXAMINADORA

Examinador(a): Prof. Dr. Pedro Alves Lavacchini Ramunno

Examinador(a): Prof. Dr. Daniel Tavella Lís

Examinador(a): Prof. Dr. Armando Luiz Rovai

RODRIGUES, Isabella Bachega - **Análise da eficácia da resolução de impasses societários por meio de cláusulas de *buy or sell*** – 39 fls.

RESUMO

O principal objetivo do presente trabalho é avaliar, a luz da teoria dos jogos, a eficácia das cláusulas de resolução de impasses societários, mais especificamente as cláusulas de *buy or sell*, incluindo análise de caso concreto para exemplificar o tema abordado. Para tal, primeiramente foi necessário realizar a diferenciação entre impasse e empate societário, bem como estabelecer que existem diversas formas de resolução de um *deadlock*, sendo uma delas a aplicação de cláusulas de *buy or sell*. Foram escolhidas quatro modalidades para serem estudadas neste trabalho: *Texas Shootout*, *Russian Roulette*, *Mexican Shootout* e *Sale Shootout*, as quais foram conceituadas e analisadas. Em seguida, tratou-se do principal obstáculo a execução bem sucedida de uma cláusula de *buy or sell*, as assimetrias. Logo após, foram estudados os conceitos fundamentais que baseiam a teoria dos jogos e a aplicação destes conceitos em cada uma das modalidades estudadas, onde se provou a eficácia destes dispositivos. Por fim, foi objeto de estudo o caso de disputa legal pelo direito de permanecer como acionista da empresa Santos Brasil após problemas na aplicação da cláusula de *Mexican Shootout*.

PALAVRAS CHAVES: Direito Societário. Resolução de Impasses. *Deadlock*. Eficácia. Teoria dos Jogos. Cláusulas de *Buy or Sell*.

ABSTRACT

The main objective of the present work is to evaluate, in the light of the game theory, the effectiveness of corporate deadlock resolution clauses, more specifically the buy or sell clauses, including specific case analysis to exemplify the topic addressed. In order to do so, it was first necessary to set apart the concepts of corporate deadlock and tie, as well as establishing that there are several ways to solve a deadlock, one of which is the application of buy or sell clauses. Four modalities were chosen to be studied in this work: Texas Shootout, Russian Roulette, Mexican Shootout and Sale Shootout, which were explained and analyzed. Then, the main obstacle to the successful execution of a buy or sell clause was studied, the asymmetries. Soon after, an analysis was made on the most important concepts that fundaments the game theory as well as an application of these concepts in each of the studied modalities, which proved the effectiveness of these devices. Finally, the case of a legal dispute over the right to remain as Santos Brasil's shareholder was studied, which happened after there were problems on the application of the Mexican Shootout clause.

KEY WORD: Corporate Law. Deadlock. Resolutions. Deadlock. Efficiency. Game Theory. Buy or Sell clauses.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	6
1 MECANISMOS DE RESOLUÇÃO DE IMPASSES.....	8
1.1 Impasses e empates societários.....	8
1.2 Meios de resolução de impasse	10
1.3 Modalidades de cláusulas <i>Buy or Sell</i>	11
1.3.1 Texas Shootout.....	12
1.3.2 Russian Roulette.....	13
1.3.3 Mexican Shootout	15
1.3.4 Sale Shootout.....	15
2 ASSIMETRIA ENTRE OS CONTRATANTES	16
2.1 Assimetria econômica.....	16
2.2 Assimetria informacional.....	17
2.3 Assimetria de habilidades	19
3 ANÁLISE ECONÔMICA DAS CLÁUSULAS DE BUY OR SELL	20
3.1 Teoria dos Jogos	20
3.2 Conceitos básicos	21
3.2.1 Dilema do Prisioneiro.....	23
3.3 Aplicação da Teoria dos Jogos às cláusulas de <i>buy or sell</i>	25
4 CASO SANTOS BRASIL PARTICIPAÇÕES	30
4.1 Análise do caso à luz da teoria dos jogos	32
5 CONCLUSÃO.....	34
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	35

INTRODUÇÃO

O Boletim do primeiro quadrimestre de 2020 do Mapa de Empresas, divulgado pelo Ministério da Economia, aponta que apenas nos primeiros quatro meses do ano, pouco mais de um milhão empresas foram abertas apenas no Brasil, totalizando mais de dezoito mil empresas ativas.¹ Verifica-se grande ânimo entre as partes ao constituir uma empresa, no entanto as mais de trezentas e cinquenta mil empresas fechadas neste período indicam que nem sempre é fácil dar continuidade ao empreendimento.

É comum que no decorrer da condução dos negócios de uma sociedade haja desentendimento entre os sócios. No entanto, tais desentendimentos podem tornar-se um problema caso impliquem em um empecilho a realização do objeto social. Antes que este tipo de situação ocorra, é possível determinar previamente mecanismos para que um eventual impasse entre os sócios seja resolvido. Uma das soluções para tal problema é a previsão de cláusulas de resolução de conflitos societário, como as cláusulas de *buy or sell*.

Ainda há no Brasil uma tendência muito forte de judicializar demandas, mesmo que simples, colocando a decisão nas mãos do poder público. No entanto, é evidente que o judiciário nacional não comporta a quantidade imensa de processos que crescem a cada ano. Os mecanismos de resolução de impasse que serão estudados ao longo desta pesquisa servem como métodos de solução do impasse entre os sócios pelos próprios sócios, apresentando uma alternativa para aqueles que não querem colocar a os assuntos internos da empresa nas mãos de um terceiro alheio a sociedade.

As *deadlock provisions*, alternativas propostas por meio de cláusulas para solucionar impasses societários, dentre as quais estão as cláusulas de *buy or sell*, apesar de importadas do direito anglo saxão não enfrentam vedação a sua aplicação pela jurisdição nacional. Esta prática, apesar de muito aplicada em outros países, é matéria de poucos estudos no âmbito doutrinário nacional, e até mesmo na jurisprudência pátria, o que pode explicar o receio da utilização deste mecanismo na prática societária no Brasil.

Neste contexto, o foco do presente trabalho será o estudo das cláusulas de *buy or sell* e sua eficácia na resolução de conflitos nas relações societárias. A análise se dará por meio dos conceitos e mecanismos empregados na teoria dos jogos, ramo da matemática aplicada que

¹<https://www.gov.br/economia/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/boletins/boletim-do-mapa-de-empresas/boletim-mapa-de-empresas-1o-quad-2020.pdf/view>

permite examinar o processo de tomada de decisão de um indivíduo e prever resultados e estratégias para determinadas situações.

É claro podem ser identificados problemas na aplicação ou redação deste tipo de cláusula. O maior obstáculo enfrentado é contornar as assimetrias de maneira que o contrato fique equilibrado e não haja prejuízo para nenhuma das partes.

Em vista do exposto, o objetivo do presente trabalho é analisar a eficácia das cláusulas de *buy or sell*, por meio do estudo de seus pontos positivos e negativos, apresentando sugestões de aplicação e adequação dos mecanismos abordados. Devido a atualidade do objeto de pesquisa e a escassez de material bibliográfico nacional, o tema se mostra de grande relevância para o avanço do direito societário no Brasil.

1 MECANISMOS DE RESOLUÇÃO DE IMPASSES

Com o intuito de dar subsídio às principais discussões a serem tratadas no presente trabalho, serão explanadas de maneira breve, sem a intenção de esgotar o assunto, algumas questões conceituais importantes para o entendimento do tema principal.

1.1 Impasses e empates societários

A manutenção da relação entre sócios ou acionistas é algo que demanda constante esforço, visto que para tal faz-se necessário alinhar as vontades e expectativas de todo o grupo para viabilizar o desenvolvimento da empresa. No entanto, nem sempre é possível chegar em um consenso. Nestas situações pode ser caracterizado um empate ou impasse, dois institutos que, apesar de parecerem sinônimos, têm significados e aplicações distintas.

Segundo Flávio Augusto Picchi, empate é “todo o evento de alternatividade de escolhas em que não é possível determinar a vencedora, preferida, independentemente do número dessas escolhas. Ou, ainda, a situação em que nenhuma das escolhas tem condão de prevalecer sobre as outras”.² Ainda, segundo o dicionário, empate significa “suspensão do andamento de um negócio”³. Com base nestas definições, é possível extrair que, no âmbito societário, empate trata de situações em que se pode identificar um impedimento prático no andamento dos negócios devido a divergência de opiniões entre dois sócios ou dois grupos de sócios que detêm o mesmo número de votos e expressam-nos em sentido contrário. Este evento é comumente observado em sociedades paritárias, aquelas em que existem apenas dois sócios, ou dois grupos de sócios, sendo cada um detentor de 50% do capital votante da sociedade.

Não é apenas a doutrina que prevê a possibilidade de empate em votação societária, a própria legislação brasileira dispõe sobre alguns casos. Um destes cenários está previsto no artigo 129, §2º da Lei das S.A.⁴, o qual trata de empate nas deliberações de assembleia geral.

² PICCHI, Flávio Augusto. “Regras de quórum: espécies, votos em branco e nulos, empate”. (in) FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **Direito Societário Contemporâneo I**. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 200.

³ MICHAELIS. **Moderno Dicionário da Língua Portuguesa**. Disponível em: <<http://michaelis.uol.com.br/moderno/portugues/index.php>>. Acesso em: 10 agosto, 2020.

⁴ “Art. 129. As deliberações da assembleia-geral, ressalvadas as exceções previstas em lei, serão tomadas por maioria absoluta de votos, não se computando os votos em branco. (...) § 2º No caso de empate, se o estatuto não estabelecer procedimento de arbitragem e não contiver norma diversa, a assembleia será convocada, com intervalo mínimo de 2 (dois) meses, para votar a deliberação; se permanecer o empate e os acionistas não concordarem em cometer a decisão a um terceiro, caberá ao Poder Judiciário decidir, no interesse da companhia.”

Outra previsão está no Código Civil, em seu artigo 1.010, §2º⁵, no capítulo sobre a administração da sociedade.

Cumprido ressaltar que para fins da presente análise, serão estudadas apenas as relações entre sócios as quais podem resultar em impasse ou mesmo empate. Apesar das relações gerenciais da sociedade, como relações entre administradores ou diretores também estarem sujeitas a impasse, estas não serão objeto de estudo.

O impasse, por outro lado, abrange, além das hipóteses entendidas como empate, aquelas situações em que não se atinge o quórum deliberativo mínimo, independentemente de haver ou não maior quantidade de votos em um sentido ou em outro, podendo ser entendido como o gênero em que empate seria a espécie⁶.

Do ponto de vista legal, haverá impasse, no caso de sociedades anônimas, se o quórum qualificado não for atingido, ou seja, se estiverem presentes menos metade das ações com direito a voto (art. 136, da Lei das S.A.). Já para sociedades limitadas, o quórum legal é de no mínimo três quartos do capital social, ou mais da metade do capital, a depender do tipo de deliberação (art. 1.076, do Código Civil).

Ademais, existem as possibilidades de impasse que não estão previstas na legislação, como é o caso de acordo de acionistas que preveja quórum qualificado para a aprovação de determinada matéria, porém não haja acordo entre as vontades dos signatários. O impasse pode ocorrer também em reunião do conselho de administração ou do conselho fiscal, caso não seja possível aprovar determinada matéria da ordem do dia.

Outra causa comum de impasse é a previsão de poder de veto em acordo de acionistas ou mesmo em estatuto ou contrato social. O veto pode ser conferido aos sócios com relação a todas as matérias ou a matérias específicas, a depender da vontade das partes. No entanto, este instituto deve ser aplicado com cautela, uma vez que a existência desta previsão aumenta as chances de existência de impasse e paralisação social.⁷

Em suma, as principais causas de discordância em companhias, as quais incidem em impasse ou empate, decorrem de (i) divisão no poder de voto entre diretores e acionistas, (ii) a existência de poder de veto em um grupo que detenha menos de 50% do poder de voto, e (iii) a

⁵Art. 1.010. Quando, por lei ou pelo contrato social, competir aos sócios decidir sobre os negócios da sociedade, as deliberações serão tomadas por maioria de votos, contados segundo o valor das quotas de cada um.(...).

§ 2º Prevalece a decisão sufragada por maior número de sócios no caso de empate, e, se este persistir, decidirá o juiz.

⁶ FERREIRA, Mariana Martins-Costa. **Buy or Sell e opções de compra e venda para resolução de impasse societário**. São Paulo: Quartier Latin, 201, pp. 78-84.

⁷ O'NEAL, F. Hodge. **Giving Shareholders Power to Veto Corporate Decisions: Use of Special Charter and By-Law Provisions**. 18 Law & Contemp. Probs., Ed. 451, 1953, p. 16.

existência de obrigatoriedade prevista no estatuto social de aprovação de mais da maioria do capital votante para a aprovação de certa matéria⁸.

Entendidas as diferenças essenciais entre situações de empate e impasse, passaremos a analisar como podem se dar os métodos de solução de impasses.

1.2 Meios de resolução de impasse

Existem diversos mecanismos que possibilitam a resolução de impasse dentro da sociedade que não a via judicial. É possível prever maneiras de dirimir este tipo de conflito antes mesmo que ele tenha se estabelecido.

Ao redigir um contrato ou estatuto social, bem como um acordo de acionistas, é imprescindível que se leve em consideração a possibilidade de um futuro desentendimento entre as partes. Neste sentido, alguns mecanismos podem ser implementados nestes documentos para priorizar a continuidade da sociedade.

Uma alternativa é a inclusão de meios que zelem pela manutenção do vínculo associativo entre as partes. A previsão de realização de mediação ou arbitragem nos instrumentos pode exercer este papel. Apesar de serem meios alternativos a via judicial, uma vez instaurados, o impasse deixa de ser contemplado como um desentendimento entre os sócios que gera paralisação social e passa a ser considerado um litígio.

A mediação consiste em um procedimento no qual um terceiro neutro e imparcial auxilia as partes a solucionar o conflito sem sugerir ou impor uma solução. Portanto, a figura do mediador está presente apenas para orientar as partes e sugerir solução ao conflito, não podendo impor qualquer decisão⁹. Caso as partes optem por pactuar pela obrigatoriedade da realização da mediação, um terceiro será responsável por estabelecer a comunicação entre as partes para que estas encontrem a melhor solução para o conflito que foi gerado, não havendo a obrigatoriedade de que uma destas abra mão da sociedade.

No caso da arbitragem, a solução da controversa também se dá através de um terceiro. No entanto, nesta hipótese, diferente da mediação, o terceiro escolhido irá decidir a lide, assim como faria um magistrado. A sentença proferida pelo árbitro é vinculante e pode ser executada

⁸ SALITERMAN, Richard Arlen. “**Dissolution and Buy-Out Provisions as Potential Solutions for Close Corporation Dissension**”, Utah Law Review, Vol. 1974, Spring, n.1, p.38.

⁹ SCAVONE JUNIOR, Luiz Antonio. **Arbitragem: mediação, conciliação e negociação**. 6 ed. Rio de Janeiro Forense 2015, p. 10.

à força por meios estatais¹⁰. É importante ressaltar que neste caso as partes deixam a solução nas mãos de uma pessoa alheia a discussão e se comprometem a fazer cumprir sua decisão.

Uma outra maneira possível para resolução de impasse é a implementação de *deadlock provisions* em acordos de acionistas, estatuto ou contrato social. Trata-se de um meio contratual para a resolução de impasse, que pode se dar de diversas formas. Uma delas, por exemplo, ocorre através da eleição de uma pessoa neutra designada pelas partes, como um diretor, para que este fique encarregado de proferir voto decisivo no evento de impasse. Outro tipo de *deadlock provision* comumente utilizado, e o tema central do presente trabalho, são as cláusulas de *buy or sell*.¹¹

Buy or sell é um método de resolução de impasse que implica no término da relação entre os sócios, no qual é utilizada a inclusão de mecanismos que ditam como deve ser feita a exclusão consensual de uma das partes da relação. É um meio contratual em que se procede o fim do vínculo associativo e tem como objetivo regular o procedimento pelo qual as partes deverão se submeter. Este mecanismo vai ditar os elementos do contrato de compra e venda para transferência da participação societária de um lado da relação ao outro.¹²

1.3 Modalidades de cláusulas *Buy or Sell*

De maneira geral, é comum que os futuros sócios, durante as negociações, negligenciem a possibilidade da deterioração do vínculo que está por ser criado. Segundo Cláudia Landero e Kathryn Spier, assim como noivos que estão por casar-se, os sócios falham ao não prever a possibilidade do “divórcio”. Como consequência, em uma eventual quebra de expectativas as partes gastam tempo e recurso levando estas discussões ao judiciário¹³. É neste contexto que se faz importante a inclusão de mecanismos que prevejam desde logo a maneira com a qual as partes devem solucionar os possíveis impasses.

O foco deste trabalho é justamente estudar a efetividade do negócio jurídico de *buy or sell* para a resolução destes conflitos.

¹⁰ KAMEL, Antoine Youssef. **Mediação e arbitragem**. 1 ed. Curitiba Intersaberes 2017, pp. 126-129.

¹¹ NADORFF, Norman; MCNEAL, Quincy. **Breaking Joint Venture Agreement Deadlocks: Before the Texas Shoot-out, Try a Texas Shout-out**. Oil and Gas, Natural Resources, and Energy Journal, Vol. 5, nº3, 2020, pp. 413-415.

¹² FERREIRA, Mariana Martins-Costa. **Buy or Sell e opções de compra e venda para resolução de impasse societário**. São Paulo: Quartier Latin, 201, pp. 97-103.

¹³ Landeo, Claudia M. and Spier, Kathryn E., **Shotguns and Deadlocks**. Yale Journal on Regulation, Forthcoming (Agosto, 2013),. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=2258966>>.

A ausência de tipificação legal do tema resultou em desuniformidade na maneira que a doutrina e jurisprudência tratam da nomenclatura a ser utilizada para definir o negócio jurídico de acordo de compra e venda. Muitos nomes são utilizados para definir estes meios contratuais de resolução de impasses, tais como *buy or sell*, *shoot-out*, *push-pull*, *russian roulette*, *texas shootout*, entre outros¹⁴. Apesar de todas estas modalidades dizerem respeito a maneiras forçadas de compra e venda de participação societária, cada uma delas se refere a um procedimento. Desta forma, faz-se necessário diferenciá-los para entender como cada modalidade funciona e qual sua melhor aplicação.

1.3.1 Texas Shootout

O procedimento definido como *texas shootout* ocorre através de uma sequência de negociações do preço de compra e venda que procede da seguinte maneira: um dos sócios deve notificar o outro fazendo uma proposta quanto ao valor que pagaria pela participação do sócio notificado. Em um segundo momento, o sócio que recebeu a proposta pode, dentro de determinado período, optar por aceitar a proposta do sócio ofertante, ou então elaborar uma contraproposta necessariamente de maior valor para adquirir a participação do sócio que iniciou o procedimento. Então, o sócio que realizou a primeira oferta poderá aceitar tal proposta ou realizar outro lance. As negociações continuam até que um deles aceite a proposta e, por tanto, o sócio que tiver feito a maior oferta terá o direito de adquirir a participação do outro¹⁵.

O acordo de acionistas celebrado da Ellus do Brasil Confecções e Comércio S.A., conforme transcrito abaixo, apresenta um exemplo prático de redação da referida cláusula:

“10. SOLUCAO DE IMPASSE

10.1. Na hipótese de não se obter consenso sobre determinada matéria objeto de deliberação em Reunião Previa, qualquer dos ACIONISTAS FUNDADORES DO GRUPO A ou do GRUPO B poderá fazer consignar em ata sua insatisfação com o resultado da referida deliberação, comprometendo-se os ACIONISTAS FUNDADORES DO GRUPO A e do GRUPO B a não comparecer a Assembleia Geral que deliberaria sobre tal matéria.

10.2. Em ocorrendo a hipótese mencionada no item 10.1 acima, qualquer dos ACIONISTAS FUNDADORES DO GRUPO A ou do GRUPO B poder determinar que a matéria sobre a qual não houve deliberação seja submetida, novamente, a apreciação de Reunião Previa, em até 45 (quarenta e cinco) dias a contar da data da primeira Reunião Previa. Caso a referida matéria novamente não obtenha consenso,

¹⁴ CHUMNEY, Kevin A. “**Issues in buy-sell, push-pull, russian roulette, or Texas shootout provisions**”, Gardere Wynne Sewell LLP (Agosto, 2020). Disponível em <<http://docplayer.net/17696746-Issues-in-buy-sell-push-pull-russian-roulette-or-texas-shootout-provisions-by-richard-a-tulli-and-kevin-a-chumney.html>>

¹⁵ FLEISCHER, Holger; SCHNEIDER, Stephan. “**Shoot-Out Clauses in Partnerships and Close Corporations: An Approach from Comparative Law and Economic Theory**” European Company and Financial Law Review (ECFR), Vol. 9, No. 1, Março 2012.

então qualquer dos ACIONISTAS FUNDADORES DO GRUPO A ou do GRUPO B poderá declarar o impasse ("IMPASSE").

10.3. Em caso de IMPASSE, qualquer ACIONISTA FUNDADOR DO GRUPO A ou do GRUPO B ("OFERECEDOR") terá o direito de ofertar ao outro ACIONISTA FUNDADOR DO GRUPO A ou do GRUPO B (conforme o caso) ("RECEPTOR") a compra da totalidade, mas nunca menos do que a totalidade, das AÇÕES detidas pelo RECEPTOR, nos termos e condições desta Clausula 10.

10.4. O OFERECEDOR deverá oferecer comprar as AÇÕES do RECEPTOR pelo preço que entender adequado as circunstâncias. Referida oferta deverá ser dada por escrito pelo OFERECEDOR ao RECEPTOR contendo, dentre outras informações, o preço ofertado por AÇÃO, o prazo de pagamento e a sua forma (NOTIFICAÇÃO DE OFERTA).

10.5. Em até 60 (sessenta) dias do recebimento da NOTIFICAÇÃO DE OFERTA, o RECEPTOR deverá contra notificar o OFERECEDOR, por escrito, acerca de sua aceitação da NOTIFICAÇÃO DE OFERTA, ou deverá oferecer para compra a totalidade das AÇÕES detidas pelo OFERECEDOR a um preço de compra por ação, no mínimo, 2% (dois por cento) maior que o preço estipulado na NOTIFICAÇÃO DE OFERTA, observados os mesmos termos e condições propostos originalmente.

10.6. O procedimento previsto na Clausula 10.5 acima deve continuar, sempre por escrito através de NOTIFICAÇÕES DE OFERTA trocadas então a cada 3 (três) dias contados da data da última NOTIFICAÇÃO DE OFERTA (sem incluir a data de seu recebimento), e deverá continuar até que um dos ACIONISTAS FUNDADORES DO GRUPO A ou do GRUPO B expressamente aceite a Última NOTIFICAÇÃO DE OFERTA, ou até que aceite a mesma tacitamente, não respondendo por escrito dentro do período exigido de 3 (três) dias. Em ambos os casos, dito ACIONISTA FUNDADOR deverá vender suas AÇÕES ao outro ACIONISTA FUNDADOR pelo preço e condições mencionados na última e final NOTIFICAÇÃO DE OFERTA.

10.7. O pagamento por todas as AÇÕES nos termos e condições da NOTIFICAÇÃO DE OFERTA aceita, bem como a efetiva transferência das mesmas, livres e desembargadas de quaisquer ônus ou gravames, deverão ser concluídos em até 30 (trinta) dias contados da data da aceitação, expressa ou tácita, da referida NOTIFICAÇÃO DE OFERTA.”¹⁶

1.3.2 Russian Roulette

Este procedimento chamado de *russian roulette* se inicia de maneira similar ao *texas shootout*. Um sócio que deseja se retirar da sociedade ou assumir o controle deve fazer uma oferta de compra ou venda de participação societária a outro sócio. O sócio notificado poderá escolher livremente se deseja vender sua participação pelo preço ofertado ou se julga mais vantajoso adquirir a participação do ofertante. É importante destacar que neste caso não há discussão de preço como na primeira modalidade, a oferta deve ser aceita da maneira que foi proposta.

Esta cláusula deve regular de maneira clara as consequências ou penalidades a serem aplicadas caso a parte notificada não tome uma decisão no período estipulado. Um exemplo do que pode ser previsto é o preço de compra ser majorado e o preço de venda reduzido, ou mesmo

¹⁶ Acordo de Acionistas da Ellus do Brasil Confecções e Comércio S.A.de 10 de junho de 2010. Disponível em: <http://www.inbrands.com.br/inbrands/web/conteudo_pti.asp?idioma=0&conta=45&tipo=41858>

que em caso de silêncio da parte notificada, a parte que recebeu a oferta obrigada a comprar ou a vender sua participação¹⁷.

Este tipo de cláusula foi pactuada no acordo de acionistas da Infra Bertin Participações S.A., conforme segue:

“8.2.3. Se, no prazo de 90 dias a contar do recebimento da Notificação de Discordância, as Acionistas (i) se recusarem a se reunir, (ii) não tentarem efetivamente resolver a Discordância, (iii) não resolverem a Discordância, (iv) não implementarem as decisões das Pessoas Designadas ou dos Diretores Presidentes designados (conforme o caso) e, por consequência, um impasse ocorrer (“Impasse”), qualquer das Acionistas (“Acionista Notificadora”) terá direito, dentro de 30 dias a contar do encerramento do prazo estipulado acima, de encaminhar à outra Acionista (“Acionista Notificada”) uma notificação, por escrito, (“Notificação de Impasse”) apresentando uma opção de compra de todas as Ações da Acionista Notificada e de todas as ações de titularidade da Acionista Notificada no capital social da Atlantia Bertin Participações S.A. (“Ações Objeto de Opção”) e uma opção de venda de todas as Ações Objeto de Opção da Acionista Notificadora (“Opção por Impasse”), pelo preço estipulado pela Acionista Notificadora em sua Notificação de Impasse, preço esse que será o mesmo para o exercício da opção de compra e da opção de venda (“Preço de Opção”).

8.2.4. No prazo de 21 dias da entrega da Notificação de Impasse, a Companhia montará e abrirá um data room eletrônico, o qual conterá todas as informações de due diligence e demais informações costumeiramente fornecidas nos casos de operações similares à compra ou venda da totalidade das Ações Objeto de Opção de uma Acionista bem como as demais informações que sejam razoavelmente solicitadas pela Acionista Notificadora. O referido data room será mantido, atualizado regularmente e disponibilizado por 6 meses a contar da entrega da Notificação de Impasse em benefício da Acionista Notificada e de um ou mais eventuais terceiros que estejam considerando participar da compra das Ações Objeto de Opção da Acionista Notificadora, a fim de lhes proporcionar a oportunidade de conduzir revisão de due diligence completada Companhia e de suas Subsidiárias, ficando estabelecido que um acordo de confidencialidade costumeiro será firmado antes que quaisquer eventuais terceiros deem início a qualquer atividade de due diligence e que a atividade de due diligence será realizada de modo a não impedir as operações razoáveis da Companhia e de suas Subsidiárias.

8.2.4.1. Nenhuma informação concorrencial substancialmente sensível referente à Companhia e a suas Subsidiárias será divulgada a quaisquer eventuais terceiros porventura considerados, em cada caso, pelo Conselho de Administração, de forma razoável, como concorrentes da Companhia, de qualquer Subsidiária ou de qualquer Parte Relacionada, até a entrega de oferta vinculante (que poderá estar sujeita à conclusão da due diligence) à Acionista Notificada e, desde que prova cabal da entrega da oferta vinculante seja apresentada pela Acionista Notificada à Acionista Notificadora.

8.2.5. Desde que a Companhia e a Acionista Notificadora cumpram as disposições da Cláusula 8.2.4 acima, no prazo de 6 meses a contar da entrega da Notificação de Impasse, a Acionista Notificada entregará à Acionista Notificadora uma notificação escrita de conclusão (“Notificação de Conclusão”), manifestando sua intenção de (i) comprar, isoladamente ou juntamente com terceiros, a totalidade das Ações Objeto de Opção da Acionista Notificadora, pelo Preço de Opção, ou (ii) vender a totalidade de suas Ações Objeto de Opção para a Acionista Notificadora, pelo Preço de Opção.

8.2.6. Se a Acionista Notificada deixar de entregar a Notificação de Conclusão no prazo estipulado na Cláusula 8.2.5 acima, a Acionista Notificadora terá o direito de escolher, no prazo de 15 Dias Úteis a contar da data na qual a Notificação de Conclusão deveria ser entregue, se comprará a totalidade das Ações Objeto de Opção

¹⁷ FLEISCHER, Holger; SCHNEIDER, Stephan. **“Shoot-Out Clauses in Partnerships and Close Corporations: An Approach from Comparative Law and Economic Theory”** European Company and Financial Law Review (ECFR), Vol. 9, No. 1, Março 2012.

da Acionista Notificada ou venderá a totalidade de suas Ações Objeto de Opção à Acionista Notificada, por meio de notificação escrita à Acionista Notificada informando-a da decisão da Acionista Notificada. A notificação obrigará a Acionista Notificada e também conferirá à Acionista Notificadora o direito de tomar todas as medidas necessárias para consumação da operação por conta da Acionista Notificada.”¹⁸

1.3.3 Mexican Shootout

Nesta terceira variação, caso haja um impasse os sócios podem optar de maneira conjunta por iniciar o procedimento. Iniciado, cada uma das partes deve enviar, dentro do prazo estipulado, uma carta a um terceiro escolhido de comum acordo para ser o intermediador, indicando o preço que pagaria para adquirir a participação societária da outra parte. O sócio que propor a oferta de maior valor terá o direito de comprar a participação do outro sócio¹⁹. Por meio deste procedimento busca-se estimular as partes a propor o valor mais justo possível, visto que em um primeiro momento não se sabe quem será o comprador ou o vendedor. Uma das variações desta espécie de cláusula foi utilizada no acordo de acionistas da Santos Brasil Participações S.A., objeto de análise do quarto capítulo do presente trabalho.

1.3.4 Sale Shootout

O *sale shootout*, tem grande semelhança com o procedimento de *texas shootout*. Neste caso, no entanto, uma parte fará uma oferta para vender sua participação a outro sócio. Caso a parte ofertada não aceite a proposta, esta fica obrigada a vender sua participação ao sócio que iniciou a relação por um preço menor do que inicialmente ofertado.

Cada um destes estilos de *buy or sell* apresentados têm seus próprios mecanismos e sua eficiência pode ser maximizada a depender da situação e da maneira em que for estruturada a cláusula.

¹⁸ Acordo de Acionistas da Infra Bertin Participações S.A. de 29 de junho de 2012. Disponível em: <http://ri.rodoviasdascolinas.com.br/rodoviasdascolinas/web/default_pt.asp?idioma=0&conta=28>

¹⁹ FERREIRA, Mariana Martins-Costa. **Buy or Sell e opções de compra e venda para resolução de impasse societário**. São Paulo: Quartier Latin, 201, pp.108-111.

2 ASSIMETRIA ENTRE OS CONTRATANTES

É evidente que as cláusulas de resolução de impasse apresentam grande complexidade, e por consequência alguns problemas podem surgir na sua execução. Um dos obstáculos mais recorrentes a eficácia das cláusulas de *buy or sell* é a questão das assimetrias, que são consideradas pela doutrina como a principal causa das patologias encontradas neste tipo de dispositivo.

A assimetria contratual se dá quando é possível identificar um desequilíbrio na fisiologia do contrato, por conta de uma disparidade no poder entre as partes. Assimétrias por si só não são consideradas necessariamente causas de ilícitos quanto ao negócio jurídico no evento da cláusula ser acionada, porém pode ter sérias consequências no decorrer das negociações ou até mesmo no resultado da operação. Estas situações dão margem para que partes mal intencionadas tirem proveito de sua posição na relação e desvirtuem o real propósito da cláusula.

2.1 Assimetria econômica

A assimetria econômica se dá quando existe discrepância no poder aquisitivo das partes. Um acionista com fundos imediatamente disponíveis teria uma vantagem em relação a outro acionista, caso este não tenha condições financeiras para arcar com o valor proposto na disputa. Nesta situação o acionista com vantagem econômica poderia se valer da cláusula de *buy or sell* para dar causa a um impasse ou provocar uma disputa que resulte na exclusão do acionista menos favorecido.²⁰

Conforme mencionado anteriormente, o simples fato de ser verificado uma assimetria, neste caso a financeira, não implica automaticamente em entraves estruturais na relação. Caso o desequilíbrio não seja suficiente para prejudicar uma das partes não haverá grandes consequências. No entanto, na maioria dos casos, o que ocorre é que a parte menos favorecida acaba arcando com a maior parte do ônus da relação e, por tanto, nestes casos verifica-se de fato uma assimetria contratual que acarreta o desequilíbrio do contrato. Este desequilíbrio em geral resulta na imposição de condições ou situações desfavoráveis a parte economicamente

²⁰ O'NEIL, F. Hodge; THOMPSON, Robert B. **O'Neil's Close Corporation: Law and Practice**. 3. ed. Vol II. Chicago: Clark, Boardman, Callaghan, 1994, §9.05, p.13.

desvantajosa pela parte financeiramente favorecida²¹.

A elaboração de cláusulas contratuais que protejam o acionista que não tenha condições financeiras de atuar como comprador no momento da ativação do dispositivo é uma forma de mitigar ou até mesmo de solucionar este entrave. Uma opção, segundo as autoras Claudia Landeo e Kathryn Spier, é a inclusão da previsão de abertura de prazo para que a parte economicamente hipossuficiente possa conseguir financiamento.²² Esta sugestão deixaria a relação mais equilibrada e justa para a parte prejudicada.

2.2 Assimetria informacional

Outra dificuldade comumente enfrentada na aplicação das cláusulas de *buy or sell* é a assimetria informacional. Trata-se de um termo introduzido por George A. Akerlof em seu “*The Market of “Lemons”: Quality, Uncertainty and Market Mechanism*” por meio da análise do mercado automobilístico²³. Este problema pode ser verificado em situações nas quais uma das partes de determinada relação detém mais informações sobre certo assunto relevante para a negociação do que a outra e, por tanto, auferir vantagem em relação a parte ignora. É uma falha na relação que pode implicar em vantagens injustas a um dos lados, resultando em desequilíbrio contratual. A disparidade neste caso não está relacionada a técnica, mas sim a informações sensíveis capazes de desestabilizar a relação como resultado de conhecimento superior de uma das partes.²⁴

Ocorre que a disparidade do nível de informação das partes quase sempre vai existir, e como consequência implica em dificuldades para firmar contratos equilibrados desde o início. Além disso, vale ressaltar que nem sempre a parte que tem informações privilegiadas está disposta a compartilhá-las. Outra questão a ser levada em consideração é que as pessoas geralmente não estão dispostas a fazer o investimento necessário para obter as informações completas.²⁵

Tendo em vista todos estes empecilhos fica evidente que medir as informações é uma

²¹ https://repositorio.ul.pt/bitstream/10451/31988/1/ulfd133526_tese.pdf

²² LANDEO, Claudia M.; SPIER, Kathryn E. “**Shotguns and deadlocks**”, Yale Journal on Regulation, Vol. 31, n.1, 2014, p.21.

²³ AKERLOF, George A. **The market for "lemons": Quality uncertainty and the market mechanism**. The Quarterly Journal of Economics, pp. 488–500.

²⁴ https://repositorio.ul.pt/bitstream/10451/31988/1/ulfd133526_tese.pdf

²⁵ SZTAJN, Rachel. **Sociedades e contratos incompletos**. Revista Da Faculdade De Direito, Universidade De São Paulo, 2006, ed. 101, pp. 171-179.

tarefe complexa, e nem sempre possível, assim como sua obtenção. Estas assimetrias nas informações detidas pelas partes implicam em problemas na elaboração de contratos, assim como na elaboração das cláusulas de *buy or sell*. As principais questões enfrentadas para superar este entrave são os *moral hazards* e a seleção adversa.

A seleção adversa surge no momento pré-contratual caso uma parte não seja capaz de identificar plenamente os riscos associados ao negócio ou mesmo as intenções da outra parte por conta da assimetria de informações.²⁶ No caso das cláusulas de *buy or sell*, os efeitos da seleção adversa podem ser percebidos, por exemplo, ao elaborar o valor da proposta de compra ou venda da sociedade. Um sócio que ocupe o cargo de administrador, por consequência, terá maior ciência dos assuntos internos do que aquele que não compõe a administração. Por conta disso a avaliação do sócio que não participa da administração da empresa pode ser prejudicada, e como consequência sua avaliação do preço das quotas pode ser menor ou maior do que o preço real delas. O sócio administrador estaria mais apto a tomar decisões neste sentido, uma vez que tem uma visão mais completa das informações.

Já o *moral hazard*, risco moral, surge após a celebração do negócio, com a possibilidade de a parte contrária tirar vantagem de imperfeições contratuais. Uma parte não consegue auferir se a outra colocou seu máximo esforço na transação, o que significa que ele pode ter ocultado alguma ação ou informação, desta maneira agindo em benefício próprio.²⁷ O mesmo ocorre no exemplo citado acima. Após a realização da compra e venda, qualquer das partes pode, em decorrência da assimetria de informação, ter obtido vantagem com relação a outra, por exemplo ocultando informações sensíveis da empresa que influenciariam no preço das quotas.

Para superar esta questão, sugere-se que seja previsto na cláusula ou contrato de *buy or sell* que a transação deverá ser iniciada pela parte mais bem informada. Outra maneira de contornar esta situação é incluir a previsão de *earn-out* ou *claw-back*, para proteger a parte alienante de uma futura alteração de controle por meio da venda de suas ações por um preço maior do que o acordado. Também é possível implementar a previsão de obrigação de prestar informações sobre eventos que possam alterar o valor da sociedade, como por exemplo uma cláusula de material *adverse change*.²⁸

²⁶ ALBANEZ, Tatiana. Impactos da assimetria de informação na estrutura de capital de empresas brasileiras de capital aberto. 2009. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, University of São Paulo, Ribeirão Preto, 2009, p. 10.

²⁷ ALBANEZ, Tatiana. Impactos da assimetria de informação na estrutura de capital de empresas brasileiras de capital aberto. 2009. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, University of São Paulo, Ribeirão Preto, 2009, p. 10.

²⁸ LANDEO, Claudia M.; SPIER, Katheryn E. "Shotguns and deadlocks", Yale Journal on Regulation, Vol. 31, n.1, 2014, p.119.

2.3 Assimetria de habilidades

Quando os sócios têm capacidades diferentes de gerir os negócios da empresa, sendo um mais apto para realizar o trabalho, pode haver assimetria de habilidades ou competências entre eles.²⁹ Acionar a cláusula de *buy or sell* neste contexto levará a uma distribuição desigual de no valor das ações.

Em um exemplo prático, caso exista um impasse e o valor da sociedade durante o impasse for de R\$500,00, o seguinte pode ocorrer: (i) o sócio número um, o mais qualificado para comandar a sociedade, pode adquirir as quotas do segundo sócio, menos apto, e neste caso o valor da sociedade passa a ser de R\$650,00, por conta da expertise do sócio um; (ii) o sócio dois pode adquirir as quotas do outro sócio, ficando a sociedade com o valor de R\$500,00, o mesmo durante o impasse.

Caso o contrato social preveja uma cláusula de *texas shootout*, por exemplo, e o sócio um inicie o procedimento, e tenha a intenção de permanecer na sociedade, este oferecerá um valor maior do que o valor real das quotas de R\$250,00, valor este caso a sociedade seja administrada pelo sócio dois, mas não muito superior uma vez que a intenção é pagar o preço mínimo possível para conseguir seu objetivo. Se o sócio um ofertar o valor de R\$251,00, o sócio dois tende a aceitar, pois o valor é superior do que o valor de fato da sua participação caso permanecesse a frente da sociedade. O *payoff* do sócio dois seria de R\$399,00, e do sócio dois de R\$251,00.

Já se o sócio número dois iniciasse o procedimento, o preço seria mais justo, visto que ele oferecerá ao sócio uma de suas ações por um preço um pouco abaixo do que valeriam caso o sócio administrasse a sociedade. Neste contexto o valor oferecido pode ser de R\$324,00. Neste caso o *payoff* do sócio um seria de R\$326,00 e do sócio dois seria de R\$324,00. Esta opção claramente tornaria a negociação mais equilibrada.

Conforme comprovado, as assimetrias podem interferir de diversas maneiras nas relações de *buy or sell*. No entanto, resta provado que existem também diversos mecanismos para otimizar a aplicação destas cláusulas de maneira que os aspectos prejudiciais ao equilíbrio da relação sejam neutralizados antes mesmo que ocorra de fato uma desestabilização.

²⁹ LANDEO, Claudia M.; SPIER, Katheryn E. “Shotguns and deadlocks”, Yale Journal on Regulation, Vol. 31, n.1, 2014, p.24.

3 ANÁLISE ECONÔMICA DAS CLÁUSULAS DE BUY OR SELL

O estudo das cláusulas de *buy or sell*, assim como muitos outros temas do direito, não se restringe a uma análise unicamente jurídica, por se tratar de um tema com profunda interdisciplinaridade. Uma das diversas possibilidades é fazer uma intersecção do tema com o estudo da matemática aplicada.

A investigação do tema sob a ótica matemática pode ser feita a partir dos conceitos elaborados dentro da teoria dos jogos. Esta teoria baseia a compreensão do comportamento estratégico das partes de uma relação, o que pode ser notado nas situações em que dois ou mais indivíduos interagem e cada uma de suas decisões se volta a como este indivíduo espera que o outro se comporte³⁰. Neste contexto, é viável aprofundar a pesquisa sobre os mecanismos de resolução de impasses societários por meio da aplicação dos conceitos relacionados a análise comportamental da tomada de decisões dos sócios e acionistas a partir das disposições das cláusulas de *buy or sell*.

3.1 Teoria dos Jogos

Teoria dos jogos nada mais é do que o exame quantitativo de qualquer evento que relacione pelo menos duas partes, partindo do princípio de que haja um conflito entre elas. O objetivo é indicar a estratégia mais adequada que permite cada uma das partes alcançar o melhor resultado possível. Nesta situação de conflito entre partes em que há independência estratégica e o intuito de se alcançar determinado objetivo nota-se a caracterização de um jogo de estratégia, bem como a aplicabilidade da teoria dos jogos.³¹ Ou ainda, nas palavras de Omar Raoof e Hamed Al-Raweshidy:

“Teoria dos Jogos é um conceito matemático, o qual trata da elaboração da estratégia correta que irá permitir ao indivíduo ou entidade (i.e., jogador), quando confrontado por um

³⁰ BAIRD, Douglas; GERTNER, Robert; PICKER, Randal. **Game Theory and the Law**. Harvard University Press, 1994.

³¹ TAVARES, Jean Max. **Teoria dos Jogos: Aplicadqa à Estratégia Empresarial**. Rio de Janeiro: LTC, 2008.

desafio complexo, para ter sucesso ao enfrentar tal desafio.”³²

Embora os fundamentos ligados a teoria dos jogos tenham sido definidos no último século, sua história remete a tempos muito antigos. Segundo pesquisadores, a ideia por traz deste conceito aparece através da história, desde a bíblia e até os trabalhos de Charles Darwin, ou mesmo Descartes³³. No entanto só em 1944 foi elaborada uma teoria que incluía formalidade e rigoroso tratamento científico. Os responsáveis por esta mudança foram John Von Neumann e *Oskar Morgenstein* a partir da publicação do livro *The Theory of Games and Economic Behavior*³⁴.

Atualmente, após mais de 70 anos da publicação do livro de Neumann e Morgenstein, o tema permanece sendo estudado e continua a ser refinado por estudiosos de diversas áreas. No entanto, um aspecto da matéria que permaneceu inalterado através dos anos foi a nomenclatura “teoria dos jogos”. Este termo foi instituído pelos seus desenvolvedores não por acaso. A palavra “jogo” se encaixa perfeitamente no conceito pois é possível reduzir os elementos básicos de interações sociais e econômicas, por mais complexas que sejam, a formas que lembram um jogo qualquer, como um esporte, jogos de carta, ou mesmo o xadrez.

3.2 Conceitos básicos

A teoria dos jogos, como todo modelo econômico, funciona por meio da simplificação de determinada situação social a partir do distanciamento dos diversos detalhes irrelevantes ao problema que se pretende tratar. Para distinguir o que é essencial ou não ao estudo é fundamental entender quais são os elementos básicos de um jogo.

O primeiro elemento que caracteriza um jogo são os jogadores. Uma descrição precisa do que se caracteriza como jogador foi elaborada por Gremaud e Braga:

“Os jogadores são agentes econômicos que tomam decisões, podendo ser representados por consumidores em busca de maximizar sua satisfação, empresas à procura de maximizar seus lucros ou aumentar sua participação de mercado, investidores que devem decidir entre tomar ou não um empréstimo, bancos que têm de decidir se concedem ou não empréstimo ou mesmo o governo, que tem de tomar a decisão de implantar uma determinada política econômico. Esses jogadores, são, em princípio, considerados racionais e têm preferência em relação aos resultados do

32 RAOOF, Omar; AL-RAWESHIDY, Hamed. **Theory of Games: An Introduction**. In: RAOOF, Omar; AL-RAWESHIDY, Hamed. *Game Theory*. [S. l.]: Qiming Huang, 2010. ISBN 978-953-307-132-9. Disponível em: <https://www.intechopen.com/books/game-theory/introduction-to-game-theory>. Acesso em: 1 out. 2020

33 RAOOF, Omar; AL-RAWESHIDY, Hamed. **Theory of Games: An Introduction**. In: RAOOF, Omar; AL-RAWESHIDY, Hamed. *Game Theory*. [S. l.]: Qiming Huang, 2010. ISBN 978-953-307-132-9. Disponível em: <https://www.intechopen.com/books/game-theory/introduction-to-game-theory>. Acesso em: 1 out. 2020

34 TAVARES, Jean Max. **Teoria dos Jogos: Aplicadqa à Estratégia Empresarial**. Rio de Janeiro: LTC, 2008.

jogo."³⁵

Uma vez que os jogadores foram devidamente identificados, o próximo elemento a ser examinado são as regras. As normas dizem respeito ao conjunto de ações que são permitidas aos competidores, bem como todas as informações que eles detêm. Este item está relacionado as especificações dadas aos jogadores sobre o jogo, como a relação entre eles, as ações possíveis para cada um e os ganhos de cada indivíduo para determinadas estratégias que podem ser implementadas.

Um terceiro componente definitivo para entender a teoria dos jogos, e talvez o mais importante deles, é a estratégia. Para ter uma visão clara do jogo que se pretende analisar, é essencial identificar as estratégias disponíveis para cada jogador ao mapear as opções possíveis. Cada ação colocada em prática terá uma consequência, ou seja, cada escolha levará a um resultado.

Para determinar as estratégias possíveis em um jogo, ou mesmo prever a estratégia que será adotada pelo oponente, parte-se de uma premissa sobre a maneira pela qual todos os indivíduos tomam decisões: os indivíduos são racionais. Esta premissa deve ser interpretada como a necessidade dos indivíduos de buscarem sempre o resultado mais benéfico possível. Isto não significa que todas as pessoas são egoístas e pensam somente em si mesmas, significa apenas que as pessoas estão inclinadas a tomar decisões que se encaixem melhor com seus gostos e predileções. Esta, obviamente, não é uma verdade absoluta. É possível que os indivíduos tomem decisões que beneficiem mais a um terceiro ou parte contrária do que a si. No entanto esta não é uma exceção, e para fins de análise da teoria dos jogos esta exceção deve ser, na maioria das vezes, desconsiderada, visto que o que prevalece é a racionalidade dos participantes.

Utilizando-se da racionalidade, as partes irão decidir qual é o melhor *payoff* possível de ser obtido a partir de cada estratégia. Os *payoffs* são o último elemento essencial da teoria dos jogos, e só podem ser auferidos após todos os outros componentes terem sido levados em consideração. *Payoffs* são os resultados obtidos pela combinação de cada ação dos jogadores. Na prática, será apresentada a cada jogador uma escala numérica que deverá ser utilizada para que ele compare todos os resultados do jogo de maneira lógica. Estes números estabelecidos para cada um dos resultados possíveis são denominados *payoffs*. Intuitivamente, quanto maior o *payoff*, melhor o resultado no sistema de avaliação dos jogadores.³⁶

³⁵ GREMAUD, Amaury Patrick; BRAGA, Márcio Bobik. **Teoria dos Jogos: uma Introdução**. In: PINHO, Diva Benevist; VASCONCELOS, Marco Antônio Sandoval (org.). Manual de Economia. 3ª ed. São Paulo: Saraiva, 1998.

³⁶ DIXIT, Avinash; SKEATH, Susan. **Games of Strategy**. Nova York: W.W. Norton & Company. 1ª ed, 1999.

Dentro destes parâmetros, os jogos podem ser categorizados a partir de algumas referências. O conhecimento disponível aos competidores, por exemplo, é um meio de classificar os tipos de jogos. Partindo deste princípio os jogos podem ser divididos inicialmente entre jogos de informação perfeita e jogos de informação imperfeita. No primeiro caso o jogador tem ciência de todas as ações praticadas pelo outro indivíduo e, por tanto, consegue tem uma visão completa do jogo. Já no segundo caso, o competidor consegue saber quais são as estratégias disponíveis para o seu oponente, mas não sabe quais são as estratégias escolhidas por ele. Além destes, existem também os jogos de informação incompleta, que são aqueles em que o competidor não só não tem o conhecimento da estratégia de seu oponente, como nos jogos de informação imperfeita, mas também lhe falta alguma outra informação essencial.

Esta classificação entre jogos de informação perfeita e imperfeita influencia na determinação dos *payoffs*. Isto pois nos jogos de informação completa todas as partes envolvidas têm conhecimento dos resultados a serem obtidos pelos outros jogadores, já nos jogos de informação imperfeita ou em alguns tipos de jogos de informação incompleta não é possível sua determinação.

O intuito do estudo da teoria dos jogos é utilizar todos estes elementos para prever quais estratégias serão adotadas pelos oponentes e, assim, conseguir obter o melhor *payoff* possível para si. Assim explica Baird, Gertner e Picker:

“Identificamos as estratégias que os jogadores tendem a adotar e, em seguida, prevemos o curso provável do jogo. Os jogos são resolvidos através do uso de conceitos de solução de problemas, preceitos gerais sobre como as partes racionais tendem a escolher estratégias e sobre as características dessas estratégias de acordo com os objetivos dos jogadores. Resolver um jogo é o processo de identificar quais estratégias os jogadores provavelmente irão adotar.”

3.2.1 Dilema do Prisioneiro

Um exemplo muito famoso na doutrina e que ilustra bem os conceitos abordados é o dilema do prisioneiro, elaborado por Albert W. Tucker e John Nash. É um jogo que gira em torno do dilema entre trair e cooperar.

Trata-se de uma situação hipotética em que temos dois jogadores suspeitos de terem cometido um crime, porém não existem provas suficientes para condená-los. Eles são presos pela polícia e mantidos em celas separadas. É oferecido a ambos o mesmo acordo em que eles têm a opção de confessar o crime ou manter-se em silêncio. É importante ressaltar que eles não podem se comunicar e terão que tomar a decisão sem saber a da escolha do outro.

Caso um deles confesse que ambos cometeram o crime, ou seja, caso um deles traia seu comparsa, e o outro permaneça em silêncio, o suspeito confessou o crime se livra da pena e aquele que ficou em silêncio deverá cumprir dez anos de prisão. Se os suspeitos colaborarem entre si, ou seja, se ambos ficarem em silêncio, a polícia só poderá condenar cada um deles a um ano de prisão. Na hipótese de traírem um ao outro e ambos confessarem, cada um ficará cinco anos na cadeia.

Fica claro que se trata de um jogo de informação imperfeita. Sendo assim, através da teoria dos jogos os prisioneiros devem decidir qual será a escolha que lhes resultará em menor sentença ou em absolvição tendo em vista os *payoffs* do outro jogador.

Supondo que o prisioneiro B opte pela estratégia de colaborar com companheiro. Neste caso, se A optar por colaborar, A pega um ano de prisão. Se B optar por trair, A sai livre. Neste caso, do ponto de vista do prisioneiro A trair é a melhor opção, visto que se B colaborar A sairá livre.

Agora, caso o prisioneiro B opte por trair, caso A escolha confessar, A será condenado a 10 anos de prisão. Já se A confessar, pegará dez anos de prisão. Mais uma vez a melhor opção é trair, independente do que B escolher. Partindo da premissa de que ambos são racionais, B optará pela mesma estratégia e também trairá A, resultando em 5 anos de prisão para cada.

O melhor jeito de ilustrar este tipo de jogo é através da matriz abaixo:

		PRISIONEIRO A	
		colaborar	trair
PRISIONEIRO B	colaborar	1;1	10;0
	trair	0;10	5;5

Em teoria dos jogos a escolha de trair é chamada de estratégia dominante, ou seja, é a melhor estratégia a ser adotado por um jogador independente do que o outro irá escolher. Uma estratégia é dominada por outra quando a outra não tem nenhum resultado possível que seja melhor do que a primeira, e as vezes é até pior. A estratégia que é sempre pior do que a outra opção é a estratégia dominada. Um jogador, sempre que possível, escolherá a estratégia dominante. Este é um modelo básico e clássico de jogo, mas pode ser aplicado a diversos casos do dia a dia, e até mesmo a casos mais complexos.

3.3 Aplicação da Teoria dos Jogos às cláusulas de *buy or sell*

Muitos estudiosos valorizam a análise do direito por meio da teoria dos jogos visto seu potencial de transformar a teoria jurídica como transformou a econômica.³⁷ Há algum tempo economistas têm focado sua atenção no estudo das cláusulas de resolução de impasse, o que parece ter passado despercebido pelos doutrinadores do direito. Inicialmente foram publicados artigos no campo conhecido como teoria do desenho de mecanismos, a qual trata de analisar economicamente cláusulas contatuais e propõe regras para alcançar resultados eficientes³⁸. Atualmente já existem trabalhos acadêmicos que se debruçam sobre o tema, no entanto a doutrina ainda peca neste sentido, uma vez que se trata de uma matéria vasta que ainda não foi devidamente debatida. Neste contexto, entende-se que é válido explorar as cláusulas de *buy or sell* unindo as perspectivas jurídica e econômica.

As cláusulas de *texas shootout*, por exemplo, podem ser estudadas sob a ótica econômica, visto que se caracteriza como um jogo, assim como o restante das cláusulas de *buy or sell*. Neste caso os sócios que estão diante de um impasse seriam os jogadores. Os resultados possíveis para o jogador que aciona a cláusula são: comprar a participação de seu oponente pelo preço que propôs, ou correr o risco de ter sua participação adquirida por ele e ser obrigado a se retirar da sociedade, mesmo que por valor maior do que inicialmente proposto.

Neste contexto é possível partir da pretensão de que o acionista que aciona a cláusula tem o intuito de assumir o controle da sociedade, posto que este fará uma proposta para adquirir a participação do outro acionista. No entanto, este primeiro jogador não tem ciência do posicionamento do sócio adversário. Este último pode tanto estar disposto a vender sua participação, hipótese em que a discussão servirá meramente para que se chegue em um valor em que ambos estão satisfeitos, quanto empenhado a permanecer na sociedade, caso em que se estabelecerá uma disputa de poder entre as partes.

Partindo do Princípio de que aquele que inicia o procedimento pretende permanecer na sociedade, este não deve dar um lance inicial excessivamente baixo para comprar as ações de seu oponente, já que seu adversário estará ciente de sua pretensão em assumir o controle da sociedade e não aceitará proposta mais baixa do que julgar valer suas ações, ou ainda estará

³⁷ MCADAMS, Richard H. **Beyond the Prisoner's Dilemma: Coordination, Game Theory and the Law**. John M. Olin Program in Law and Economics Working Paper nº 437, 2008.

³⁸ FLEISCHER, Holder; SCHNEIDER, Stephan, (Shoot-Out Clauses in Partnerships and Close Corporations – An Approach from Comparative Law and Economic Theory. **Max Planck Private Law Research Paper No. 11/13**, Hamburgo. p. 1. Disponível em <https://www.peacepalacelibrary.nl/ebooks/files/339410493.pdf> . Acessado em: 01 out. 2020.

inclinado a fazer uma contraproposta pouco atrativa. Ao mesmo tempo, caso faça uma proposta irrecusável, oferecendo valor exorbitante ao outro sócio ou acionista, acabará pagando valor maior do que o necessário. O mesmo vale para o adversário, caso recuse a oferta inicial e assume a posição de proponente.

A aplicação da lógica explanada acima pode ser verificada a partir de um exemplo prático, levando em consideração a cláusula de *texas Shootout* prevista no acordo de acionistas da Ellus do Brasil Confecções e Comércio S.A., transcrita anteriormente, e algumas suposições sobre o possível comportamento das partes. Em uma situação hipotética, imagine que os acionistas majoritários A e B detêm a mesma participação societária, 30% cada, e que A acionou a cláusula de *texas Shootout* prevista no acordo de acionistas devido a um impasse entre ele e o acionista B sobre determinada matéria. Ainda, nesta situação, suponha que o valor de mercado da participação de cada um é de R\$3.000,00.

Partindo do princípio que A acionou a cláusula e tem a intenção de resolver o impasse e assim permanecer na companhia, sua primeira proposta será de R\$2.900,00, contemplando um valor menor do que o valor real das ações da parte contrária. Por outro lado, mesmo se B estiver disposto a vender suas ações, seria mais vantajoso ofertar um preço 2% maior do que a proposta inicial, conforme prevê a cláusula, fazendo uma contraproposta R\$2.958,00. Neste momento A, novamente na posição de ofertante, tem a oportunidade de comprar ou vender suas ações. Mais uma vez, assim como para B, não seria vantajoso aceitar o acordo, pois estaria abrindo mão de sua participação por menos do que ela vale. Então, a nova proposta de A deve ser um valor 2% maior, o menor valor possível, sendo R\$3.017,16. Neste cenário, B tem uma proposta que supera o valor de mercado de sua participação, o que torna a proposta atrativa. Caso B opte por dar um novo lance, agora de R\$3.077,50, não é a melhor opção caso esteja disposto a vender sua participação, pois poderia estaria se obrigando a pagar um valor alto a outra parte. Em suma, a situação mostra que o melhor *payoff* possível para as partes seria celebrar um contrato de compra e venda no valor de R\$3.017,16, preço muito próximo do valor de mercado da participação de ambos.

Apesar de ser um exemplo simples, ilustra de forma clara que quando as partes estão em situação de equilíbrio, ou seja, quando não há assimetria, a cláusula mostra-se efetiva na medida em que seu mecanismo força as partes a oferecerem o valor que julgam mais justo, se aproximando o máximo possível ao valor de mercado, ou ainda superando-o, dado que as partes alternam entre o papel de vendedor e comprador.

No entanto, para que este procedimento funcione de maneira eficiente é recomendável que a cláusula que o contém preveja detalhes de como os lances devem ser feitos. Isto é, definir,

por exemplo, a quantidade máxima de etapas, ou mesmo um valor inicial mínimo. Além disso, o principal problema encontrado nesta cláusula é que, caso haja uma disparidade no poder econômico dos jogadores, ou outra assimetria, a parte hipossuficiente da relação acabará saindo em desvantagem, na medida que sua escolha se restringe a vontade de seu adversário e seu poder de barganha fica prejudicado. É importante também que um terceiro seja inserido na relação para fazer o papel de intermediador do procedimento, ficando responsável pelo recebimento das ofertas e das comunicações necessárias³⁹.

Diferentemente do primeiro caso, no procedimento de *russian roulette* o sócio que aciona o mecanismo dá a oportunidade ao seu oponente de escolher entre adquirir suas quotas ou ações, ou ainda vender sua participação pelo mesmo preço. Mais uma vez, a parte que inicia o procedimento não tem como saber o resultado dele. Caso os jogadores tenham poder aquisitivo semelhante, o procedimento cumprirá seu papel com excelência, na medida que o valor proposto pelo primeiro sócio será o que este considera justo, sendo possível unir as vontades de ambos. Com tudo, não é sempre que isso irá ocorrer. Em um cenário em que os competidores não têm esta homogeneidade econômica, mais uma vez o sócio hipossuficiente poderá sair prejudicado. O mesmo problema pode ser percebido também nas modalidades de *mexican shootout* ou mesmo *salle shootout*. Desta forma esclarece Ian Hewitt:

“*Russian Roulette*’ deve, no entanto, ser usada com cuidado extremo. Ela funciona razoavelmente bem, se a participação das partes é aproximadamente igual, e conquanto não haja restrições ou circunstâncias que efetivamente impeçam uma das partes de ser compradora (como restrição à propriedade por estrangeiros no país da sociedade Joint Venture, ou consequências tributárias adversas que seriam aplicáveis caso tal parte fosse adquirente)”⁴⁰

Tomando como base a mesma situação do exemplo anterior, em que A e B detêm 30% da companhia e que a participação de cada um vale R\$3.000,00, também é possível exemplificar o funcionamento da cláusula de *russian roulette*, porém agora se baseando na redação do acordo de acionistas da Infra Bertin Participações S.A.. Mais uma vez partindo do pressuposto de que não existem assimetrias ou demais empecilhos, A iniciará o procedimento apontando o valor de sua participação. Ocorre que, desta vez, caso proponha o valor de R\$2.900,00 como no primeiro caso, seria mais vantajoso ao outro jogar adquirir sua participação, resultando na saída de A do negócio. Por tanto, se A seja permanecer na companhia, deve dar um lance que seja atrativo a outra parte, por exemplo R\$ 3.100,00. Caso tenha a intenção de vender sua parte,

³⁹ FERREIRA, Mariana Martins-Costa. **Buy or Sell e opções de compra e venda para resolução de impasse societário**. São Paulo: Quartier Latin, 201, pp.107-108.

⁴⁰ HEWITT, Ian. **Joint Venures**. 5ª ed. Londres: Sweet & Maxwell, 2011, p.235.

também deve propor um valor próximo a este, pois caso proponha um valor muito acima do esperado, como R\$3.500,00, estaria se propondo a comprar as ações de B por este valor, tendo o efeito contrário a sua intenção.

Vale ressaltar que na cláusula da companhia em questão foram tomados alguns cuidados para mitigar eventuais assimetrias. O primeiro foi a criação da obrigatoriedade de um *data room* que contenha informações da companhia para dar subsídio as partes na hora de avaliar o preço de sua participação, reduzindo assim o risco de assimetria informacional. Outro ponto importante foi a previsão de inclusão de um terceiro possível comprador na relação, diminuindo a disparidade econômica entre as partes dando oportunidade para que a parte economicamente frágil possa de permanecer na companhia mesmo que com participação menor do que se fosse o único comprador, protegendo o acionista de uma possível assimetria econômica.

Assim como em todas as cláusulas de *buy or sell*, o intuito é obter o valor mais justo possível para a participação das partes dentro da sociedade. Porém, a não ser que convencionado pelos contratantes na redação da cláusula, não existe a obrigatoriedade de apresentação de laudo de avaliação para basear as propostas. Isso porque o objetivo é permitir as partes convencionarem livremente o preço de compra e venda.

A cláusula de *mexican shootout* tem característica de contrato aleatório, dado que as partes farão cada proposta de preço para a aquisição da participação uma da outra de maneira simultânea, não sendo possível prever quem será o vendedor e quem será o comprador. Os envelopes serão abertos e quem deu o maior lance terá a oportunidade de adquirir a participação do outro pelo preço proposto. Todavia, esta não é uma regra. As partes podem convencionar, por exemplo que o envelope será sorteado e a parte que fez tal oferta terá o direito de comprar a participação do outro. Poderiam ainda convencionar que aquele que fez a proposta que não foi sorteada deve escolher entre vender ou comprar pelo preço estabelecido nela.

No procedimento de *sale shootout*, ao contrário do *texas shootout*, o sócio que inicia o procedimento propõe o valor que aceitaria para vender sua participação. Este valor, no entanto, não pode ser desproporcional, visto que, neste caso seu oponente terá a opção de vender as próprias ações por este preço, sendo o primeiro proponente obrigado a comprar as ações da outra parte. Para que esta contraproposta seja razoável, é recomendável convencionar medida que obrigue a contraproposta a ser menor que a proposta inicial.

No geral, as cláusulas de *buy or sell* costumam apresentar problemas especialmente nos casos em que há uma diferença acentual no poder aquisitivo das partes. Nos casos em que esta relação se estabelece é recomendado que se apliquem medidas que diminuam esta disparidade. Já nas hipóteses em que há um equilíbrio econômico entre os oponentes, este tipo de disposição

contratual se faz eficiente, pois cria um incentivo para que as partes proponham o preço mais moderado possível.

4 CASO SANTOS BRASIL PARTICIPAÇÕES

Fica claro que a inclusão de cláusulas de resolução de impasse como salvaguarda para uma possível disputa entre os sócios é fundamental como prevenção a judicialização das questões internas das sociedades. Verifica-se hoje uma tendência crescente da instauração de litígios judiciais para dirimir conflitos societários, o que pode não ser o ideal para nenhuma das partes. Desta forma, destaca-se a importância do cuidado na redação dos documentos societários. Deve ser dado aos sócios ferramentas para que estes tenham a possibilidade de compor soluções amigáveis entre si, sem precisar delegar o poder de decisão a um terceiro alheio a situação.

A disputa societária envolvendo a companhia Santos Brasil Participações foi emblemática e ilustra bem a complexidade das cláusulas de *buy or sell*. A Santos Brasil é uma companhia de capital aberto listada no Novo Mercado da B3 a qual atua no setor portuário de contêineres no Brasil.⁴¹ Em 2007 foi celebrado o acordo de acionistas da companhia, o qual previa a cláusula de *buy or sell* transcrita abaixo:

“CLÁUSULA QUINTA – BUY OR SELL

5.1. Após decorridos 3 (três) anos a contar da assinatura do Acordo de Voto da Santos-Brasil, firmado em 18 de maio de 2006, quaisquer dos Acionistas do Grupo Opportunity ou do Grupo Multi STS poderão (i) comprar a totalidade e não menos do que a totalidade das Ações e Direitos de Subscrição/Aquisição de titularidade do(s) Acionista(s) do Grupo de Opportunity ou do Grupo Multi STS, ou (ii) vender ao(s) Acionista(s) do Grupo de Opportunity ou do Grupo Multi STS, conforme o caso, a totalidade, e não menos do que a totalidade, das Ações e Direitos de Subscrição/Aquisição de sua respectiva titularidade (“Direito de Compra ou Venda”).
5.1.1. O Direito de Compra ou Venda previsto na Cláusula 5.1 acima não poderá ser exercido a partir do momento em que tenha sido realizada uma Notificação de Oferta, nos termos do item 3.2 do Acordo de Preferência, e até que tenham decorridos os prazos previstos nos itens 3.4 e 3.4.1 do Acordo de Preferência, salvo no caso de renúncia expressa ao Direito de Preferência e ao Direito de Venda Conjunta por parte de todos os Acionistas Ofertados, observadas as definições constantes no Acordo de Preferência.

5.1.2. Para fins do disposto na Cláusula 5.1, o Acionista que desejar exercer o Direito de Compra ou Venda (“Parte Ofertante”) deverá enviar correspondência ao(s) Acionista(s) do Grupo Multi STS ou do Grupo Opportunity, conforme o caso (“Parte Ofertada”), informando de seu interesse de exercer o seu Direito de Compra ou Venda (“Notificação”).

5.1.3. Na hipótese de a Parte Ofertante ser Acionista(s) do Grupo Multi STS, esta exercerá o seu Direito de Compra ou Venda, também, sobre as Ações e/ou Direitos de Subscrição/Aquisição, de titularidade do(s) Acionista(s) do Grupo Dório.

5.1.4. Observado o disposto na Cláusula 5.1.3 acima, no 180º dia a partir da data do recebimento da Notificação (“Dia do Exercício”), a Parte Ofertante e a Parte Ofertada deverão se encontrar na sede da Companhia, portando, cada qual, um envelope lacrado, no qual estará o preço, em Real, EURO, ou dólar norte-americano (observada a legislação aplicável), pelo qual se obriga a comprar as Ações e os Direitos de Subscrição/Aquisição de titularidade da Parte Ofertada ou da Parte Ofertante,

⁴¹ Disponível em: <https://www.santosbrasil.com.br/_pages/empresa-perfil.asp>

conforme o caso, ou a vender suas Ações e os Direitos de Subscrição/Aquisição para a Parte Ofertada ou para a Parte Ofertante, conforme o caso, sendo que o preço unitário por Ação, tanto para o exercício do direito de compra como para o exercício do direito de venda, deverá ser o mesmo.

5.1.4.1. O preço deverá ser pago, em qualquer hipótese, à vista e em dinheiro.

5.1.5. Durante o período de 180 (cento e oitenta) dias acima referido, nenhum Acionista do Grupo Opportunity, do Grupo Dório ou do Grupo Multi STS poderá Alienar suas Ações e/ou Direitos de Subscrição/Aquisição.

5.1.6. A Parte Ofertada e a Parte Ofertante poderão, de comum acordo por escrito, antecipar o Dia de Exercício.

5.1.7. No Dia do Exercício, estará presente um auditor independente da Companhia, ou outro que vier a ser escolhido, de mútuo acordo entre a Parte Ofertante e a Parte Ofertada (“Auditor”). O Auditor fará um sorteio, por meio do qual determinará quem, dentre a Parte Ofertante e a Parte Ofertada, será o vencedor e o perdedor do sorteio.

5.1.8. O preço para o exercício do Direito de Compra ou Venda das Ações, será o constante do envelope do perdedor do sorteio, cabendo ao vencedor do sorteio a opção de comprar ou de vender as Ações e os Direitos de Subscrição/Aquisição.

5.1.9. Caso quaisquer das Partes Ofertada ou Ofertante não compareça no Dia do Exercício, ou, em comparecendo não porte o seu envelope, a outra poderá, com base no preço fixado no seu próprio envelope, optar entre comprar Ações e Direitos de Subscrição/Aquisição da parte ausente ou sem envelope, ou vender as Ações e Direitos de Subscrição/Aquisição de sua titularidade para a mesma.

5.1.10. O pagamento do preço e a transferência das Ações e/ou Direitos de Subscrição/Aquisição, nos termos acima, deverão ser concluídos no prazo máximo de 5 (cinco) dias úteis a contar do Dia do Exercício. Em caso de inadimplência no pagamento do preço, a parte adimplente terá o direito de votar com as Ações da parte inadimplente até que o pagamento seja efetuado, corrigido monetariamente pelo IGP-M.”⁴²

Em abril de 2010 a empresa tornou pública sua intenção de unir a Santos Brasil a Multiterminais. No entanto os acionistas controladores Multi STS Participações, de Richard Klein, e Opportunity Fund, de Daniel Dantas, ambos parte do acordo de acionistas, não entraram em um consenso quanto ao valor da operação. A Opportunity informou ter recebido uma proposta de um investidor alheio a companhia que estaria disposto a adquirir sua participação, o que daria a empresa de Klein a oportunidade de exercer seu direito de venda conjunta. Ao mesmo tempo, a Multi acionou a cláusula de *buy or sell* prevista no acordo de acionistas, a qual dispõe que as partes teriam 180 dias para apresentar os envelopes com suas propostas.

Neste cenário, a Opportunity alegou que a cláusula não poderia ser acionada pois um terceiro interessado já havia feito uma proposta. Na mesma oportunidade Richard Klein recorreu a arbitragem por conta da identidade do terceiro interessado, que seria um fundo gerido pela Opportunity. Assim, instaurou-se a arbitragem com o intuito de decidir se o fundo poderia ou não adquirir as ações da Opportunity e, por consequência, a possibilidade de se aplicar a

⁴² Acordo de Acionistas (Acordo de Preferência) da Santos Brasil Participações S.A. de 24 de outubro de 2007. Disponível em: <https://www.rad.cvm.gov.br/ENET/fmConsultaExternaCVM.aspx?codigoCVM=17892>

cláusula de resolução de impasse.⁴³

Após mais de dois anos de discussão, foi proferida sentença arbitral no sentido de que tanto a notificação que aciona a cláusula de resolução de impasse quanto a oferta do fundo seriam improcedentes. Posteriormente, a Multi fez nova proposta de compra e venda, a qual ficou sujeita a autorização da Codesp, autoridade portuária do Porto de Santos, e a retirada da cláusula 48 do estatuto social da companhia, a qual prevê que nenhum acionista poderá deter participação acima de 40% do capital votante.⁴⁴ A sentença considerou a execução da cláusula de *buy or sell* pela Multi como impossibilidade absoluta por conta da cláusula 48, o que impulsionou a Opportunity a peticionar ao juízo arbitral por entender que esta nova notificação violaria o sentença arbitral.⁴⁵

Em 2014 as partes signatárias do acordo de acionistas celebraram o “Instrumento Particular de Transação com Condições Suspensivas”, o qual suspendeu o procedimento arbitral até que certas condições precedentes fossem cumpridas, o que incluía a migração da Santos Brasil para o Novo Mercado, exigência que já foi atendida.

4.1 Análise do caso à luz da teoria dos jogos

Com base no caso proposto, alguns apontamentos iniciais devem ser feitos. Devido ao fato de tanto o Grupo Multi quanto o Grupo Opportunity serem compostos por acionistas com alto poder aquisitivo, entende-se que há um equilíbrio econômico entre as partes. No entanto, é sabido que o acionista Richard Klein é um empresário com grande experiência no setor de atuação da Santos Brasil, o que torna a sua permanência mais relevante para a companhia, sendo esta inclusive uma questão de preocupação para alguns analistas⁴⁶. Ainda que muitas vezes as decisões dos acionistas não contemplarem em primeiro plano a melhor escolha para a empresa, é um fato relevante e que será levado em conta na propositura do valor de compra e venda.

Apesar da operação não ter se concretizado devido a questões externas a validade da cláusula de *mexican shootout* prevista no acordo de acionistas, como a proposta de um terceiro interessado, é possível estabelecer uma previsão de eventuais resultados caso o mecanismo

⁴³ <https://www.portosenavios.com.br/noticias/portos-e-logistica/socio-da-santos-brasil-leva-impasse-a-arbitragem>

⁴⁴ <https://valor.globo.com/empresas/noticia/2012/04/17/santos-brasil-arbitragem-pedida-pela-multi-esta-encerrada.ghtml>

⁴⁵ <https://valor.globo.com/empresas/noticia/2012/04/16/apos-arbitragem-impasse-na-santos-brasil-continua.ghtml>

⁴⁶ <https://valor.globo.com/empresas/noticia/2012/04/13/arbitragem-decide-sobre-santos-brasil-mas-imbroglio-continua.ghtml>

tivesse de fato sido aplicado e cumprido sua função.

Caso a Multi tivesse sucesso ao acionar a referida cláusula, ambas as partes teriam que preparar suas propostas para serem apresentadas no dia acordado. Visto que a Multi tinha planos para a expansão da companhia, e que a cláusula foi acionada por ela é válido supor que a intenção do grupo era de adquirir a participação da Opportunity. Considerando também que o segundo grupo já tinha recebido uma proposta de terceiro para a venda de suas ações e que foi matéria de discussão em sede de arbitragem o seu direito de seguir com as negociações, entende-se que há uma tendência de sua parte a abrir mão de sua posição no quadro acionário da companhia.

Partindo das premissas acima dispostas, a propostas do Grupo Multi levará em conta a posição de vantagem que esta tem sobre a Opportunity quanto ao seu know-how, também seu intuito se permanecer na companhia, e a participação societária desigual de ambas. Já a Opportunity, além da questão da participação societária díspar, vai considerar seu intuito de vender as ações e sua desvantagem quanto ao conhecimento técnico. Este último pode ser superado em um segundo momento com o ingresso de um acionista estratégico.

Ambas as partes devem ter em mente que dependendo de como o sorteio se desenrolar seu preço poderá ter um papel importante na tomada de decisão do outro acionista. Por tanto, assim como nas demais cláusulas estudadas, apesar das diferentes posições, ambas tendem a propor valores que se aproximam do preço de mercado de sua participação,

Após todas estas considerações, vale salientar que mesmo que a decisão arbitral tivesse permitido a aplicação da cláusula ela ainda seria inviável por conta da proibição da existência de um acionista ou grupo que detenha mais de 40% de participação. Por este motivo vale lembrar que a cláusula está inserida em uma conjuntura muito mais complexa do que a simples relação de compra e venda. Existem outras disposições que podem gerar entraves e impedir a efetiva aplicação do método. Portanto, é necessário entender todo o contexto em que a cláusula está inserida, desde a relação entre os sócios, o papel da companhia nesta relação, até as outras regras que se aplicam a situação e não apenas tratá-la de forma isolada.

5 CONCLUSÃO

Em decorrência da análise dos principais pontos discutidos no trabalho conclui-se que a inclusão de cláusulas de *buy or sell* em acordos de acionistas, estatutos ou contratos sociais são eficazes na resolução de possíveis impasses entre as partes signatárias. No entanto, para que seu propósito seja cumprido as seguintes questões devem ser levadas em consideração no momento da redação do dispositivo: (a) as possíveis assimetria existentes entre as partes contratantes, (b) a relação da própria cláusula com outras disposições do contrato, especialmente eventuais vedações, e (c) o fato de que as partes estão contratando soluções drásticas em um momento de afinidade entre elas.

Para que seja possível tirar proveitos das vantagens oferecidas pela implementação do mecanismo de solução de impasse estudado, é necessário que os pontos citados acima sejam contornados da melhor forma possível antes mesmo do acionamento da cláusula. Por tanto, é preciso olhar o documento como um todo e ter mente que o cenário atual da sociedade nem sempre será o mesmo.

Algumas maneiras de amenizar ou mesmo solucionar as assimetrias foram sugeridas no decorrer do trabalho. Para as assimetrias econômicas é possível prover a parte financeiramente prejudicada um período para conseguir empréstimos ou mesmo permitir que um terceiro também possa atuar na transação como comprador. No caso das assimetrias informacionais, apesar de ser um tema subjetivo e de difícil solução, uma forma de aplacar este empecilho é disponibilizar às partes informações para subsidiar a tomada de decisões. Quanto a uma possível assimetria de habilidades, esta pode ser resolvida, após a saída do sócio mais hábil, através do ingresso de um novo sócio estratégico.

Também não se pode perder de vista que, apesar de o impasse ainda não ter se estabelecido e as partes neste primeiro momento agirem de maneira harmoniosa, o que se discute é o fim da relação entre elas. Por isso é preciso prever os possíveis problemas que serão enfrentados caso a *deadlock clause* precise ser acionada. Tudo deve ser organizado tendo em vista a relação entre os sócios, bem como a relação deles com a própria sociedade.

Apesar dos adendos feitos acima, a ampliação da utilização do referido tipo de cláusula traria grandes benefícios ao cenário societário atual, visto que possibilita um término da relação associativa menos desgastante e moroso para as partes, além da vantagem de ser realizada pelos próprios interessados e diminuir as demandas litigiosas sobre o tema.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Acordo de Acionistas (Acordo de Preferência) da Santos Brasil Participações S.A. de 24 de outubro de 2007. Disponível em:

<https://www.rad.cvm.gov.br/ENET/frmConsultaExternaCVM.aspx?codigoCVM=17892>

Acessado em: 01 out. 2020.

Acordo de Acionistas da Ellus do Brasil Confecções e Comércio S.A. de 10 de junho de 2010. Disponível em:

http://www.inbrands.com.br/inbrands/web/conteudo_pti.asp?idioma=0&conta=45&tipo=41858

Acessado em: 01 out. 2020.

Acordo de Acionistas da Infra Bertin Participações S.A. de 29 de junho de 2012. Disponível em:

http://ri.rodoviasdascolinas.com.br/rodoviasdascolinas/web/default_pt.asp?idioma=0&conta=28

Acessado em: 01 out. 2020.

ALBANEZ, Tatiana. Impactos da assimetria de informação na estrutura de capital de empresas brasileiras de capital aberto. 2009. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, University of São Paulo, Ribeirão Preto, 2009, p. 10.

AKERLOF, George A. **The market for "lemons": Quality uncertainty and the market mechanism**. The Quarterly Journal of Economics, pp. 488–500.

BAIRD, Douglas; GERTNER, Robert; PICKER, Randal. **Game Theory and the Law**. Harvard University Press, 1994.

CHUMNEY, Kevin A. “**Issues in buy-sell, push-pull, russian roulette, or Texas shootout provisions**”, Gardere Wynne Sewell LLP (Agosto, 2020). Disponível em <http://docplayer.net/17696746-Issues-in-buy-sell-push-pull-russian-roulette-or-texas-shootout-provisions-by-richard-a-tulli-and-kevin-a-chumney.html> Acessado em: 01 out. 2020.

Disponível em: <https://www.santosbrasil.com.br/_pages/empresa-perfil.asp> Acessado em: 01 out. 2020.

DIXIT, Avinash; SKEATH, Susan. **Games of Strategy**. Nova York: W.W. Norton & Company. 1ª ed, 1999.

FERREIRA, Mariana Martins-Costa. **Buy or Sell e opções de compra e venda para resolução de impasse societário**. São Paulo: Quartier Latin, 201, pp.108-111.

FERREIRA, Mariana Martins-Costa. **Buy or Sell e opções de compra e venda para resolução de impasse societário**. São Paulo: Quartier Latin, 201, pp. 78-84.

FERREIRA, Mariana Martins-Costa. **Buy or Sell e opções de compra e venda para resolução de impasse societário**. São Paulo: Quartier Latin, 201, pp.107-108.

FERREIRA, Mariana Martins-Costa. **Buy or Sell e opções de compra e venda para resolução de impasse societário**. São Paulo: Quartier Latin, 201, pp. 97-103.

FLEISCHER, Holder; SCHNEIDER, Stephan, (Shoot-Out Clauses in Partnerships and Close Corporations – An Approach from Comparative Law and Economic Theory. **Max Planck Private Law Research Paper No. 11/13**, Hamburgo. p. 1. Disponível em <https://www.peacepalacelibrary.nl/ebooks/files/339410493.pdf> . Acessado em: 01 out. 2020.

FLEISCHER, Holger; SCHNEIDER, Stephan. “**Shoot-Out Clauses in Partnerships and Close Corporations: An Approach from Comparative Law and Economic Theory**” *European Company and Financial Law Review (ECFR)*, Vol. 9, No. 1, Março 2012.

GREMAUD, Amaury Patrick; BRAGA, Márcio Bobik. **Teoria dos Jogos: uma Introdução**. In: PINHO, Diva Benevist; VASCONCELOS, Marco Antônio Sandoval (org.). *Manual de Economia*. 3ª ed. São Paulo: Saraiva, 1998.

HEWITT, Ian. **Joint Ventures**. 5ª ed. Londres: Sweet & Maxwell, 2011, p.235.
Disponível em :<https://repositorio.ul.pt/bitstream/10451/31988/1/ulfd133526_tese.pdf
Acessado em: 02 out. 2020.

Disponível em :<https://repositorio.ul.pt/bitstream/10451/31988/1/ulfd133526_tese.pdf
Acessado em: 03 out. 2020.

Disponível em :<<https://valor.globo.com/empresas/noticia/2012/04/13/arbitragem-decide-sobre-santos-brasil-mas-imbroglio-continua.ghtml> Acessado em: 04 out. 2020.

Disponível em :<<https://valor.globo.com/empresas/noticia/2012/04/16/apos-arbitragem-impasse-na-santos-brasil-continua.ghtml> Acessado em: 05 out. 2020.

Disponível em :<<https://valor.globo.com/empresas/noticia/2012/04/17/santos-brasil-arbitragem-pedida-pela-multi-esta-encerrada.ghtml> Acessado em: 06 out. 2020.

Disponível em :<<https://www.gov.br/economia/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/boletins/boletim-do-mapa-de-empresas/boletim-mapa-de-empresas-1o-quad-2020.pdf/view> Acessado em: 07 out. 2020.

Disponível em :<<https://www.portosenavios.com.br/noticias/portos-e-logistica/socio-da-santos-brasil-leva-impasse-a-arbitragem> Acessado em: 08 out. 2020.

KAMEL, Antoine Youssef. **Mediação e arbitragem**. 1 ed. Curitiba Intersaberes 2017, pp. 126-129.

LANDEO, CLAUDIA M. AND SPIER, KATHRYN E., Shotguns and Deadlocks. Yale Journal on Regulation, Forthcoming (Agosto, 2013),. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=2258966>>.

LANDEO, Claudia M.; SPIER, Katheryn E. “Shotguns and deadlocks”, Yale Journal on Regulation, Vol. 31, n.1, 2014, p.119.

LANDEO, Claudia M.; SPIER, Katheryn E. “**Shotguns and deadlocks**”, Yale Journal on Regulation, Vol. 31, n.1, 2014, p.24 e 21

MCADAMS, Richard H. **Beyond the Prisoner’s Dilemma: Coordination, Game Theory and the Law**. John M. Olin Program in Law and Economics Working Paper n° 437, 2008.

MICHAELIS. **Moderno Dicionário da Língua Portuguesa**. Disponível em: <<http://michaelis.uol.com.br/moderno/portugues/index.php>>. Acesso em: 10 agosto, 2020.

NADORFF, Norman; MCNEAL, Quincy. Breaking Joint Venture Agreement Deadlocks: Before the Texas Shoot-out, Try a Texas Shout-out. Oil and Gas, Natural Resources, and Energy Journal, Vol. 5, n°3, 2020, pp. 413-415.

O’NEAL, F. Hodge. **Giving Shareholders Power to Veto Corporate Decisions: Use of Special Charter and By-Law Provisions**. 18 Law & Contemp. Probs., Ed. 451, 1953, p. 16.

O’NEIL, F. Hodge; THOMPSON, Robert B. **O’Neil’s Close Corporation: Law and Practice**. 3. ed. Vol II. Chicago: Clark, Boardman, Callaghan, 1994, §9.05, p.13.

PICCHI, Flávio Augusto. “Regras de quórum: espécies, votos em branco e nulos, empate”. (in) FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **Direito Societário Contemporâneo I**. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 200.

RAOOF, Omar; AL-RAWESHIDY, Hamed. **Theory of Games: An Introduction**. In: RAOOF, Omar; AL-RAWESHIDY, Hamed. *Game Theory*. [S. l.]: Qiming Huang, 2010. ISBN 978-953-307-132-9. Disponível em: <https://www.intechopen.com/books/game-theory/introduction-to-game-theory>. Acesso em: 1 out. 2020

SALITERMAN, Richard Arlen. “**Dissolution and Buy-Out Provisions as Potential Solutions for Close Corporation Dissension**”, *Utah Law Review*, Vol. 1974, Spring, n.1, p.38.

SCAVONE JUNIOR, Luiz Antonio. **Arbitragem: mediação, conciliação e negociação**. 6 ed. Rio de Janeiro Forense 2015, p. 10.

SZTAJN, Rachel. *Sociedades e contratos incompletos*. *Revista Da Faculdade De Direito, Universidade De São Paulo*, 2006, ed. 101, pp. 171-179.

TAVARES, Jean Max. **Teoria dos Jogos: Aplicada à Estratégia Empresarial**. Rio de Janeiro: LTC, 2008.

TERMO DE AUTENTICIDADE DO TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO

Eu, Isabella Bachega Rodrigues

Aluno(a), regularmente matriculado(a), no Curso de Direito, na disciplina do TCC da 10ª etapa, matrícula nº 31667309, Período matutino, Turma A,

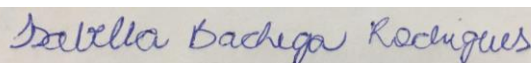
tendo realizado o TCC com o título: Análise da eficácia da resolução de impasses societários por meio das cláusulas de *Buy or Sell*

sob a orientação do(a) professor(a): Pedro Alves Lavacchini Ramunno

declaro para os devidos fins que tenho pleno conhecimento das regras metodológicas para confecção do Trabalho de Conclusão de Curso (TCC), informando que o realizei sem plágio de obras literárias ou a utilização de qualquer meio irregular.

Declaro ainda que, estou ciente que caso sejam detectadas irregularidades referentes às citações das fontes e/ou desrespeito às normas técnicas próprias relativas aos direitos autorais de obras utilizadas na confecção do trabalho, serão aplicáveis as sanções legais de natureza civil, penal e administrativa, além da reprovação automática, impedindo a conclusão do curso.

São Paulo, 10 de novembro de 2020.



Assinatura do discente