

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

GIOVANI RIBEIRO RODRIGUES ALVES

OPERAÇÕES DE COMPRA E VENDA DE EMPRESAS SOB A PERSPECTIVA DA
ECONOMIA COMPORTAMENTAL: PREVISIBILIDADE DO ERRO E INTERVENÇÃO

CURITIBA

2019

GIOVANI RIBEIRO RODRIGUES ALVES

OPERAÇÕES DE COMPRA E VENDA DE EMPRESAS SOB A PERSPECTIVA DA
ECONOMIA COMPORTAMENTAL: PREVISIBILIDADE DO ERRO E INTERVENÇÃO

Tese de Doutorado apresentada ao Setor de Ciências Jurídicas como requisito parcial para a obtenção do título de doutor em Direito das Relações Sociais pela Faculdade de Direito da Universidade Federal do Paraná.

Orientador: Prof. Dr. Rodrigo Xavier Leonardo.

CURITIBA

2019

A474o

Alves, Giovani Ribeiro Rodrigues

Operações de compra e venda de empresas sob a perspectiva da economia comportamental: previsibilidade do erro e intervenção / Giovani Ribeiro Rodrigues Alves; orientador: Rodrigo Xavier Leonardo. – Curitiba, 2019. 215 p.

Bibliografia: p. 191-215.

Tese (Doutorado) – Universidade Federal do Paraná, Setor de Ciências Jurídicas, Programa de Pós-graduação em Direito. Curitiba, 2019.

1. Empresas. 2. Compra e venda. 3. Direito. 4. Economia.
I. Leonardo, Rodrigo Xavier. II. Título.

CDU 347.72

**Catálogo na publicação - Universidade Federal do Paraná
Sistema de Bibliotecas - Biblioteca de Ciências Jurídicas
Bibliotecário: Pedro Paulo Aquilante Junior - CRB 9/1626**



MINISTÉRIO DA EDUCAÇÃO
SETOR DE CIÊNCIAS JURÍDICAS
UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ
PRÓ-REITORIA DE PESQUISA E PÓS-GRADUAÇÃO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO DIREITO -
40001016017P3

TERMO DE APROVAÇÃO

Os membros da Banca Examinadora designada pelo Colegiado do Programa de Pós-Graduação em DIREITO da Universidade Federal do Paraná foram convocados para realizar a arguição da tese de Doutorado de **GIOVANI RIBEIRO RODRIGUES ALVES** intitulada: **OPERAÇÕES DE COMPRA E VENDA DE EMPRESAS SOB A PERSPECTIVA DA ECONOMIA COMPORTAMENTAL: PREVISIBILIDADE DO ERRO E INTERVENÇÃO**, sob orientação do Prof. Dr. RODRIGO XAVIER LEONARDO, que após terem inquirido o aluno e realizado a avaliação do trabalho, são de parecer pela sua **APROVAÇÃO** no rito de defesa. A outorga do título de doutor está sujeita à homologação pelo colegiado, ao atendimento de todas as indicações e correções solicitadas pela banca e ao pleno atendimento das demandas regimentais do Programa de Pós-Graduação.

CURITIBA, 02 de Setembro de 2019.

RODRIGO XAVIER LEONARDO
Presidente da Banca Examinadora

GUSTAVO SAAD DINIZ
Avaliador Externo (UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO RIBEIRÃO
PRETO)

OKSANDRO OSDIVAL GONCALVES
Avaliador Externo (PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO
PARANÁ)

EDUARDO OLIVEIRA AGUSTINHO
Avaliador Externo (PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO
PARANÁ)

ALFREDO DE ASSIS GONCALVES NETO
Avaliador Externo (UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ - PPGD)

PAULA ANDREA FORGIONI
Avaliador Externo (UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO)





MINISTÉRIO DA EDUCAÇÃO
SETOR DE CIÊNCIAS JURÍDICAS
UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ
PRÓ-REITORIA DE PESQUISA E PÓS-GRADUAÇÃO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO DIREITO -
40001016017P3

ATA Nº59

ATA DE SESSÃO PÚBLICA DE DEFESA DE DOUTORADO PARA A OBTENÇÃO DO GRAU DE DOUTOR EM DIREITO

No dia dois de setembro de dois mil e dezanove às 14:00 horas, na sala De Defesas - 317, Praça Santos Andrade, 50 - Centro - PPGD - UFPR, foram instiadas as atividades pertinentes ao rito de defesa de tese do doutorando **GIOVANI RIBEIRO RODRIGUES ALVES**, intitulada: **OPERAÇÕES DE COMPRA E VENDA DE EMPRESAS SOB A PERSPECTIVA DA ECONOMIA COMPORTAMENTAL: PREVISIBILIDADE DO ERRO E INTERVENÇÃO**, sob orientação do Prof. Dr. RODRIGO XAVIER LEONARDO. A Banca Examinadora, designada pelo Colegiado do Programa de Pós-Graduação da Universidade Federal do Paraná em DIREITO, foi constituída pelos seguintes Membros: RODRIGO XAVIER LEONARDO (UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ), GUSTAVO SAAD DINIZ (UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO/ RIBEIRÃO PRETO), OKSANDRO OSDIVAL GONCALVES (PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO PARANÁ), EDUARDO OLIVEIRA AGUSTINHO (PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO PARANÁ), ALFREDO DE ASSIS GONCALVES NETO (UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ - PPGD), PAULA ANDREA FORGIONI (UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO). A presidência iniciou os ritos definidos pelo Colegiado do Programa e, após exarados os pareceres dos membros do comitê examinador e da respectiva contra argumentação, ocorreu a leitura do parecer final da banca examinadora, que decidiu pela aprovação. Este resultado deverá ser homologado pelo Colegiado do programa, mediante o atendimento de todas as indicações e correções solicitadas pela banca dentro dos prazos regimentais definidos pelo programa. A outorga de título de doutor está condicionada ao atendimento de todos os requisitos e prazos determinados no regimento do Programa de Pós-Graduação. Nada mais havendo a tratar a presidência deu por encerrada a sessão, da qual eu, RODRIGO XAVIER LEONARDO, lavrei a presente ata, que vai assinada por mim e pelos demais membros da Comissão Examinadora.

CURITIBA, 02 de Setembro de 2019.



RODRIGO XAVIER LEONARDO
Presidente da Banca Examinadora



GUSTAVO SAAD DINIZ
Avaliador Externo (UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO/ RIBEIRÃO PRETO)



OKSANDRO OSDIVAL GONCALVES
Avaliador Externo (PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO PARANÁ)



EDUARDO OLIVEIRA AGUSTINHO
Avaliador Externo (PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO PARANÁ)



ALFREDO DE ASSIS GONCALVES NETO
Avaliador Externo (UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ - PPGD)



PAULA ANDREA FORGIONI
Avaliador Externo (UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO)



AGRADECIMENTOS

Agradeço ao Professor Doutor Rodrigo Xavier Leonardo pela atenciosa orientação e pelo estímulo acadêmico ao longo dos últimos nove anos de estudos. Também registro profundo agradecimento aos Professores Doutores Alfredo de Assis Gonçalves Neto, Eduardo Oliveira Agostinho e Oksandro Osdival Gonçalves pelas críticas e sugestões quando da realização da banca de qualificação da tese.

Agradeço à Professora Doutora Marcia Carla Pereira Ribeiro pela cuidadosa revisão, precioso acesso aos livros e valiosas sugestões de aprimoramento e à Professora Mestre Renata Carvalho Kobus pela acurada revisão do trabalho, imprescindível supervisão metodológica e qualificados apontamentos para o melhoramento do texto.

Por fim, agradeço ao acadêmico Diego Kubis Jesus pela atenta leitura da tese e aos advogados Igor Andrei Bogdanow Abreu e Luccas Farias Santos pelo apoio no escritório na reta final da escrita.

Eventuais méritos do trabalho devem ser repartidos com as pessoas acima. Por outro lado, os equívocos e incompletudes são de responsabilidade exclusiva do autor.

RESUMO

A economia neoclássica pauta suas análises nas presunções de racionalidade ilimitada do sujeito e de inexistência de custos de transação para que o agente econômico se utilize do mercado. A realidade demonstra que há falhas nos comportamentos dos agentes e que existem custos para se valer do sistema de preços. A nova economia institucional contribuiu com a inserção de novos elementos na análise do funcionamento da empresa, dentre os quais se destacam os custos de transação, o oportunismo, a especificidade do ativo e as instituições. A economia comportamental radicalizou a ruptura com os postulados econômicos ortodoxos, agregando ferramentas da psicologia capazes de auxiliar na melhor compreensão do comportamento dos agentes econômicos. Tanto as ferramentas neoinstitucionalistas quanto as comportamentalistas são capazes de melhorar o entendimento dos profissionais do direito na interpretação das operações de compra e venda de empresas. As referidas operações são aquelas das quais resultam transferência onerosa de participação societária e/ou de patrimônio e que implicam mudança de titularidade do poder de controle da empresa. As operações podem ocorrer de diversas formas, destacando-se, no plano interno societário, os mecanismos da incorporação de sociedades, incorporação de ações, cisão, transferência de participação societária e transferência de controle. O *trespasse* é outro mecanismo de perfectibilizar compra e venda de empresa, tratando-se de forma não societária. Independentemente do modelo de negócio escolhido, a racionalidade limitada do sujeito produzirá impactos no negócio, de modo que algumas formas de mitigação de seus efeitos poderão ser adotadas, tais como a realização de *due diligence*, a previsão de cláusula que permita resilição do contrato e garantias que atenuem a dificuldade em se verificar o valor de uma empresa. Duas das ferramentas da economia comportamental (heurísticas e vieses) se mostram especialmente úteis na compreensão da decisão dos envolvidos na atividade empresarial, sendo possível aplicá-las na análise do comportamento dos agentes em disputas que envolvam compra e venda de empresas. A conclusão da tese é que a superação do dogma da racionalidade ilimitada do sujeito leva ao reconhecimento de que equívocos nas transferências de empresas são comuns e esperados, o que não deve conduzir a indevidas ingerências de terceiros sobre as contratações, sob pena de desvirtuamento do mercado e da concorrência ao neutralizar o risco inerente a tais negócios. O método de análise foi preponderantemente dedutivo, a partir de levantamento bibliográfico jurídico e econômico.

Palavras-chave: Direito e Economia. Economia Comportamental. Compra e venda de empresas. Risco e intervenção.

ABSTRACT

Neoclassical economics bases its analyses on the presumptions of the subject's unlimited rationality and on the inexistence of transaction costs for use the market by the economic. However, reality shows that there are flaws in the behaviour of agents and that there are costs to use the price system. The new institutional economics has contributed to the insertion of new elements in the analysis of the firm's operations, among which are the transaction costs, the opportunism, the specificity of the asset and the institutions. Behavioural economics radicalized the rupture with the orthodox economic postulates, adding tools of the psychology, able to aid in the better understanding of the behaviour of the economic agents. Both neoinstitutionalist and behavioralist tools are capable of improving the understanding of law professionals in the interpretation of firm buy and sell operations. Such transactions are those that result in a costly transfer of shares and/or assets and imply a change of ownership of the controlling power of the company. It can occur in a number of ways in the corporate internal plan, mainly the mechanisms are incorporation of companies, incorporation of shares, spin-off, transfer of ownership interest and transfer of control. The transfer of the commercial facility is another mechanism to the purchase and sale of a company, in a non-corporate manner. Regardless of the model chosen, the limited rationality of the subject will be reflected in the business, so that some ways to, at least, mitigate it are due diligence, the provision of a clause that allows for the termination of the contract, and guarantees that alleviate the difficulty in determining the value of a firm. Two of behavioural economics tools (heuristics and biases) are especially useful in understanding the attitude of those involved in business activity, and it is possible to apply them to analyse the behaviour of agents in disputes involving the purchase and sale of firms. The conclusion of the thesis is that overcoming the dogma of the unlimited rationality of the subject leads to the recognition that mistakes in firm transfers are common and expected, which should not lead to undue interference by third parties on contracts, otherwise it will be distorted the market and the competition by neutralizing the risk inherent in such deals. The method of analysis was predominantly deductive, based on legal and economic literature.

Keywords: Law and Economics. Behavioural Economics. Buying and selling of firms. Risk and intervention.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	9
1 COMPREENSÃO DAS DECISÕES REFERENTES À EMPRESA A PARTIR DE FUNDAMENTOS DA NOVA ECONOMIA INSTITUCIONAL E DA ECONOMIA COMPORTAMENTAL.....	14
1.1 A EMPRESA E AS TOMADAS DE DECISÕES A PARTIR DOS NEOINSTITUCIONALISTAS RONALD COASE, OLIVER WILLIAMSON E DOUGLASS NORTH.....	18
1.2 RACIONALIDADE, ECONOMIA COMPORTAMENTAL E A ANÁLISE ECONÔMICA A PARTIR DE NOVOS FUNDAMENTOS.....	40
1.3 BASES PARA A APLICAÇÃO DA ECONOMIA COMPORTAMENTAL AOS ESTUDOS DAS COMPRA E VENDA DE EMPRESAS.....	59
2 CARACTERIZAÇÃO E MODELAGENS DAS OPERAÇÕES DE COMPRA E VENDA DE EMPRESAS NO DIREITO BRASILEIRO.....	74
2.1 ARRANJOS SOCIETÁRIOS QUE VIABILIZAM COMPRA E VENDA DE EMPRESAS.....	81
2.2 TRESPASSE.....	100
2.3 RACIONALIDADE LIMITADA E REFLEXOS SOBRE AS OPERAÇÕES DE COMPRA E VENDA DE EMPRESAS.....	115
3 REPENSANDO A INTERPRETAÇÃO DOS INSTRUMENTOS CONTRATUAIS DE COMPRA E VENDA DE EMPRESAS POR MEIO DE FERRAMENTAS DA ECONOMIA COMPORTAMENTAL.....	128
3.1 HEURÍSTICAS E VIESES NAS DECISÕES RELACIONADAS À ATIVIDADE EMPRESARIAL E AO INVESTIMENTO.....	131
3.2 HEURÍSTICAS E VIESES EM CONTRATOS DE COMPRA E VENDA DE EMPRESAS DISCUTIDOS NO PODER JUDICIÁRIO.....	148
3.3 <i>NUDGE</i> , PATERNALISMO LIBERTÁRIO E OS CONTRATOS DE COMPRA E VENDA DE EMPRESAS.....	167

CONCLUSÃO.....	186
REFERÊNCIAS.....	191

INTRODUÇÃO

A noção de empresa atrai a atenção de juristas e economistas. Há estudos desenvolvidos acerca de seu histórico, significado, impacto social, diferentes estruturas e crescimento, mas não se limitam a esses que, por si só, já são amplos e relevantes aspectos. Entender o comportamento dos agentes envolvidos com a empresa, seja dos sócios, empregados ou administradores, seja de terceiros a ela relacionados, também se tornou um desafio aos que se propõem a estudar a temática.

A nova economia institucional e a economia comportamental são vertentes que podem contribuir para o melhoramento da análise jurídica a respeito da compra e venda de empresas. A compreensão das razões econômicas dos agentes para decidir por abrir ou por ampliar uma firma, das motivações que levam aos distintos modos de integração e do procedimento decisório tomado pelos sujeitos envolvidos, ultrapassa os limites estritamente jurídicos de análise, mas com o direito se encontra quando este pretende regular condutas, incentivando ou desincentivando determinados comportamentos.

A despeito da atratividade do tema e da tentação em se valer indiscriminadamente de textos econômicos e jurídicos a respeito, compatibilizá-los exige, preliminarmente, o reconhecimento de certas limitações na análise, sob pena de recair em superficialismo ou de passar, indevidamente, a ideia de excessiva presunção por parte daquele que se propõe a fazê-la.

Nesta esteira, reconhece-se que ao se analisar diferentes teorias da economia (um dos propósitos da tese) há riscos de se fazer indevidas descrições e simplificações, especialmente pelo fato do trabalho ser feito por um não economista.

O primeiro risco é de que a descrição das teorias econômicas transmita que a passagem de uma vertente para outra foi resultado de uma sequência inexorável de fatos e deduções que necessariamente sinalizariam que uma teoria econômica fosse mais avançada que a anterior ou que a tivesse eliminado. O risco é de se impor algo parecido com uma descrição de períodos históricos em blocos, desconsiderando as particularidades de cada momento ou indicando que os diferentes períodos foram

lineares, em uma construção pacífica e que inexoravelmente levaria ao presente, algo sabidamente equivocado.

No presente trabalho não se está a expor as teorias econômicas de modo a afirmar que uma seja ou não a sequência da anterior, até mesmo porque diferentes teorias coexistem. O objetivo da exposição é de fazer a descrição da nova economia institucional e da economia comportamental por intermédio da exposição de pensamentos de alguns de seus principais expoentes e de relacioná-las com o objeto principal da pesquisa que é a compreensão das operações de compra e venda de empresas.

O segundo risco resultante da exposição de teorias econômicas por um não economista é o de reduzi-las ou descrevê-las a partir de autores selecionados e algumas de suas obras, deixando de expressar divergências nos trabalhos de cada um deles ou distinções dentro de uma mesma vertente. Por opção metodológica foram escolhidos apenas alguns daqueles que são considerados os principais autores da nova economia institucional e da economia comportamental, bem como somente os textos mais comumente referenciados de tais economistas, sob pena do trabalho substituir o foco jurídico pelo econômico, o que desvirtuaria o propósito central da tese. Assim, a economia é utilizada como ferramenta auxiliar de análise, não como substituta do direito.

Da mesma forma como exposto a respeito da abordagem econômica, a jurídica também precisa de pressupostos e delimitações, a fim de que haja coerência no texto, notadamente por envolver diretamente um conceito (empresa) que possui pluralidade de significados e por abranger tema complexo e multifacetário (compra e venda de empresas).

A equivocidade do termo empresa persiste nos debates jurídicos há décadas e não é escopo do trabalho contribuir para a evolução do tema. Nada obstante, para que se tenha coerência na abordagem, o termo firma é utilizado para expressar a forma de governança em que o agente econômico internaliza a produção ou a circulação de bens ou de serviços e a palavra empresa remete à atividade econômica organizada, exercida de modo profissional, voltada à produção ou circulação de bens ou de serviços. Em razão da opção legislativa, empresa também designará formas de organização disponíveis ao

empresário, como são os casos da empresa individual de responsabilidade limitada e da empresa simples de crédito.

Ainda a respeito da delimitação jurídica, esclarece-se que sem prejuízo de invocar autores estrangeiros, o trabalho analisará com maior minúcia apenas as operações de compra e venda de empresas sobre as quais seja incidente o direito brasileiro, sem a intenção de abranger outros sistemas jurídicos. Tal delimitação é relevante, vez que diferentes ordenamentos possuem específicas disposições contratuais e societárias, além de um conjunto interpretativo não necessariamente condizente com o nacional.

Como último dos alicerces, delimita-se que o instrumental econômico utilizado na tese poderia ser empregado para análise de outros temas que não foram o foco do trabalho, tais como a compreensão das categorias jurídicas do vício redibitório, invalidade do negócio e reparação pré-contratual. Por força do necessário recorte no estudo e na abordagem, referidos temas não serão enfrentados.

Fixados tais pressupostos, possível é a compreensão do problema principal a ser enfrentado, qual seja, aquilatar se as ferramentas trazidas pela economia comportamental conduzem ou não à necessidade de uma reinterpretação da intervenção judicial e da atuação dos operadores do direito nas operações de compra e venda de empresas.

A hipótese central se funda na constatação de que a economia comportamental aponta que os agentes se valem de atalhos de pensamentos para suas decisões (heurísticas), sendo natural que erros sejam sistematicamente cometidos (vieses) nas escolhas (inclusive as econômicas). Em outras palavras, não somente o erro nos contratos empresariais é previsível, como também é provável. Diante dessa constatação, deve-se compreender se o papel do terceiro chamado a intervir no contrato empresarial (juiz, árbitro ou legislador) é de buscar neutralizar os equívocos ou não. Na verificação desta hipótese se encontra o cerne da tese, a qual foi estruturada da forma a seguir pormenorizada.

O primeiro capítulo é iniciado pela descrição das teorias desenvolvidas por Ronald Coase, Oliver Williamson e Douglass North, autores integrantes da escola

denominada de nova economia institucional. As noções de custos de transação, especificidade do ativo, oportunismo, racionalidade limitada do sujeito e instituições — especialmente relevantes para a compreensão da empresa — foram desenvolvidas pelos neoinstitucionalistas que conferiram aos estudos econômicos uma aproximação à realidade que até então inexistia.

Em seguida, o trabalho discorre acerca de como a crença na racionalidade ilimitada do sujeito contribuiu para que tanto a economia (ortodoxa) quanto o direito (moderno) se afastassem da realidade em suas análises, o que foi refutado pela nova economia institucional e, de modo ainda mais intenso, pela economia comportamental.

Esta última é apresentada e constitui a principal base teórica econômica da tese, especialmente por meio da descrição do pensamento de alguns de seus principais expoentes, como Herbert Simon, Daniel Kahneman e Richard Thaler, os quais evidenciaram que erros de previsões são frequentes e prováveis nas decisões humanas. Para finalizar o capítulo de abertura, entendidos os principais fundamentos e ferramentas da economia comportamental, são delimitadas as bases para a aplicação de tal vertente no objeto principal de estudo da tese.

No segundo capítulo são descritas as operações de compra e venda de empresas. Logo de plano, assume-se o desafio de identificar o que é uma compra e venda de empresa, assunto complexo, já que a inventividade dos agentes econômicos e dos advogados faz com que as integrações sofram profundas e constantes modificações que desafiam seus intérpretes.

Ato seguinte, são abordados os arranjos societários que viabilizam tais operações. Nesta parte é feita uma delimitação na abordagem, vez que foram excluídos de apreciação o poder de controle externo e o gerencial. O objetivo da análise será expor os principais aspectos internos (organizacionais) que envolvem os mecanismos societários que viabilizam compra e venda de empresas, com destaque para os interesses que motivam as decisões dos sócios.

Após a análise estritamente societária, a tese descreve o trespasse, tradicional mecanismo de compra e venda de empresas que não se confunde com os mecanismos societários. São expostas as peculiaridades que envolvem a transferência do conjunto

de bens organizado pelo empresário, sociedade empresária ou empresa individual de responsabilidade limitada, para o exercício da empresa, inclusive a respeito dos inconvenientes que tornam o trespasse um mecanismo cada vez menos utilizado.

Ao final do segundo capítulo trabalha-se os reflexos do reconhecimento da racionalidade limitada do sujeito sobre as operações de compra e venda de empresas, especialmente sobre cautelas que devem ser adotadas pelos agentes econômicos envolvidos em tais negócios e seus consultores.

No último capítulo do trabalho foram investigadas as ferramentas trazidas pela economia comportamental para fins de identificar se conduzem ou não à necessidade de uma reinterpretação da intervenção judicial e da atuação dos operadores do direito nas operações de compra e venda de empresa. Igualmente, abordou-se se a adoção das ferramentas comportamentalistas necessariamente leva ao abandono das bases neoinstitucionalistas.

Para isso, na parte inicial do capítulo, foi feito o cotejo entre as noções de heurísticas e vieses (duas das mais importantes ferramentas da economia comportamental) com as decisões ligadas à atividade empresarial e ao investimento. Em seguida, a partir de casos que tramitam no Poder Judiciário e discutem compra e venda de empresas, buscou-se identificar a incidência dos atalhos de pensamento e dos erros sistematicamente cometidos nas referidas operações. Na parte final, apresentou-se como as ferramentas da economia comportamental, incluindo o *nudge*, podem contribuir para o aprimoramento da análise jurídica das operações de compra e venda de empresas.

Apresentadas as delimitações conceituais e de abordagem, esclarece-se que o trabalho adotou preponderantemente o método dedutivo, utilizando-se do raciocínio lógico para obter conclusões a partir do levantamento bibliográfico realizado. Exclusivamente no item 3.2 da tese, o método utilizado foi o indutivo, partindo-se de casos específicos para se chegar a conclusões gerais.

1 COMPREENSÃO DAS DECISÕES REFERENTES À EMPRESA A PARTIR DE FUNDAMENTOS DA NOVA ECONOMIA INSTITUCIONAL E DA ECONOMIA COMPORTAMENTAL

No atual contexto de desenvolvimento econômico, marcado pela alta competitividade no sistema capitalista de mercado¹, a constante necessidade de adequações dos empresários faz com que as diferentes modalidades de reestruturações se tornem frequentes² e, conseqüentemente, o tema seja de grande relevância na área jurídica³.

Em razão da complexidade das transações, da ampla autonomia para a confecção dos instrumentos contratuais e da utilização de técnicas societárias com as mais variadas estruturas e nomenclaturas que permitem chegar ao resultado pretendido — a aproximação de agentes econômicos — nem sempre as operações de compra e venda de empresas são nominadas como tais ou tratadas de maneira uniforme pela lei e pela doutrina⁴. Para se delimitar com precisão a natureza da operação, necessária é a compreensão preliminar sobre o que é a empresa, bem como sobre a motivação para sua criação ou ampliação.

¹ A respeito do tema ver MONTELS, M. Laffon. **As etapas do capitalismo**. Tradução de Freire Gouvêa. Salvador: Progresso Editora, 1950, p. 127-130; BARNES, Harry Elmer. **Historia de la Economía del Mundo Occidental**. Tradução de Orencio Munóz. México: Union Tipográfica Editorial Hispano Americana, 1970, p. 607-615; BEAUD, Michel. **História do capitalismo: de 1500 aos nossos dias**. Tradução de Maria Ermantina Galvão Gomes Pereira. 4ª ed. São Paulo: Brasiliense, 1994, p. 191-195; COMPARATO, Fábio Konder. **A civilização capitalista**. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 54-58; KOBUS, Renata Carvalho. **Estado e Poder Econômico: a necessidade de intervenção estatal para a garantia da concorrência**. São Paulo: Novas Edições Acadêmicas, 2018, p. 48-89.

² ANAN JUNIOR, Pedro. **Fusão, Cisão e Incorporação: teoria e prática**. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 19.

³ CÂMARA, Paulo; BASTOS, Miguel Brito. O Direito da Aquisição de Empresas: uma introdução. In: CÂMARA, Paulo (coord.). **Aquisição de Empresas**. Coimbra: Coimbra Editora, 2011, p. 13. Apenas para que se tenha um exemplo da importância e da quantidade das referidas operações, segundo dados divulgados pela *Price Waterhouse Coopers*, no período compreendido entre os meses de janeiro e abril 2019 foram realizadas 241 (duzentas e quarenta e uma) fusões e aquisições empresariais no Brasil, tomando em consideração apenas aquelas que foram noticiadas pela imprensa. Disponível em <https://www.pwc.com.br/pt/estudos/servicos/assessoria-tributaria-societaria/fusoes-aquisicoes/2019/fusoes-e-aquisicoes-no-brasil-abril-2019.html>, acesso em 26 de junho de 2019.

⁴ RAYNAUD, Benoît. **Droit de l'ingénierie sociétaire**. Paris: Lextenso éditions, 2014, p. 20.

Um possível caminho para se chegar ao conceito de empresa seria investigando o clássico debate comercialista, a começar pelos quatro perfis de Asquini⁵ por ele identificados na legislação contemporânea à época da edição do Código Civil italiano de 1942. Foi a ambiguidade inerente ao sentido da palavra que conduziu o autor italiano a atribuir-lhe os sentidos subjetivo, objetivo, funcional e corporativo. Subjetivo quando empresa é manejada como sinônimo de empresário, o sujeito da relação jurídica; objetivo, se utilizada no mesmo sentido empregado para o estabelecimento empresarial; funcional, se tomada como a atividade empresarial e; corporativo como a comunhão de empresários e trabalhadores para o exercício da atividade empresarial⁶.

A despeito da riqueza da discussão doutrinária no direito comercial sobre o acerto ou desacerto do uso da palavra empresa (ou empresário) como parâmetro para a aplicação das normas deste ramo, por opção metodológica, o trabalho concentrar-se-á nos motivos que norteiam a decisão acerca de sua criação ou ampliação a partir da teoria econômica. Para tanto, optou-se pela análise de obras de autores representativos de duas vertentes que rebateram postulados consagrados na economia neoclássica, escola dominante nos debates científicos⁷: a nova economia institucional (NEI) e a economia comportamental (EC).

Mesmo tendo como marco principal de análise a economia comportamental, em razão da importância das obras de Coase, Williamson e North para o desenvolvimento do pensamento econômico contemporâneo⁸ e da sua influência sobre a construção comportamentalista⁹, não se pode deixar de trazer à tona algumas das contribuições da

⁵ ASQUINI, Alberto. Perfis da Empresa. Tradução de Fábio Konder Comparato. **Revista de Direito Mercantil**, São Paulo, n. 104, out/dez de 1996, p. 109-126.

⁶ ASQUINI, Alberto. Perfis da Empresa. Tradução de Fábio Konder Comparato. **Revista de Direito Mercantil**, São Paulo, n. 104, out/dez de 1996, p. 109-126. Sobre o sentido corporativista é possível identificar influência do fascismo italiano da época, como detalhado em ALVES, Giovani Ribeiro Rodrigues. **Fundamentos para a Compreensão de Um Novo Código Comercial**. Rio de Janeiro: Processo, 2017, 103-130.

⁷ DEQUECH, D. Bounded Rationality, Institutions, and Uncertainty. **Journal of Economic Issues**, 2001, 35(4): 911-929, p. 911.

⁸ KLEIN, Vinícius. **A Economia dos Contratos: uma análise microeconômica**. Curitiba: CRV, 2015, p. 129-131.

⁹ HAUCAP, Justus. Bounded Rationality and competition policy. In: DREXL, Josef; KERBER, Wolfgang; PODSZUN, Rupprecht (ed.). **Competition Policy and the Economic Approach: foundations and limitations**. Northampton: Edward Elgar, 2011, p. 218.

nova economia institucional para os pensamentos econômico e jurídico contemporâneos. Ademais, além de possuírem premissas convergentes¹⁰, ambas as vertentes compartilham um fundamento essencial em suas teorias que torna compatível a análise conjunta: o reconhecimento da limitação de racionalidade do agente econômico¹¹.

Ao se analisar um arranjo institucional em Estados que possuem componentes históricos e culturais diferenciados, assume-se o risco de ignorar a posição do observador e as peculiaridades existentes em cada lugar, por intermédio de proposições generalistas que não fariam sentido na realidade de outro país¹². Neste sentido, toma-se como pressuposto que não se pode compreender um comando normativo sem que se considere o ambiente no qual será aplicado. O conjunto de instituições formais (como Constituição, leis e decretos) e informais (fatos sociais e normas de comportamento não escritas) já existentes em determinado país afetam diretamente a aplicabilidade ou inaplicabilidade das regras e a estrutura do pensamento jurídico¹³. A título de exemplo, pouco adiantaria ao Brasil reproduzir um sistema de regras e princípios de direito comercial de outro país (desenvolvido), tomando-o como ferramenta ótima para que sejam rompidos os óbices hoje existentes para o bom desenvolvimento da economia nacional¹⁴.

¹⁰ HAUCAP, Justus. Bounded Rationality and competition policy. In: DREXL, Josef; KERBER, Wolfgang; PODSZUN, Rupprecht (ed.). **Competition Policy and the Economic Approach: foundations and limitations**. Northampton: Edward Elgar, 2011, p. 218.

¹¹ FUCHS, Andreas. Introducing more features of real life into de economists' world of theoretical models – comments on Justus Haucap, Bart Wilson and Cristopher Engel. In: DREXL, Josef; KERBER, Wolfgang; PODSZUN, Rupprecht (ed.). **Competition Policy and the Economic Approach: foundations and limitations**. Northampton: Edward Elgar, 2011, p. 271-273.

¹² A respeito do tema ver SCHAPIRO, M. Repensando a relação entre estado, direito e desenvolvimento: os limites do paradigma *Rule of Law* e a relevância das alternativas institucionais. **Revista Direito GV**, São Paulo, p. 250, jan/jun de 2010; RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; ALVES, Giovani Ribeiro Rodrigues. Desenvolvimento e Reforma Institucional: os exemplos do BNDES e das Sociedades Estatais no Brasil. In: SILVEIRA, Vladimir Oliveira da; SANCHES, Samyra Napolini; COUTO, Monica Benetti (orgs.). **Direito e desenvolvimento no Brasil do século XXI**. Brasília: IPEA, 2013, p. 151-175.

¹³ RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; ALVES, Giovani Ribeiro Rodrigues. Desenvolvimento e Reforma Institucional: os exemplos do BNDES e das sociedades estatais no Brasil. In: SILVEIRA, Vladimir Oliveira da; SANCHES, Samyra; COUTO, Monica (orgs.). **Direito e Desenvolvimento no Brasil do Século XXI**. Brasília: IPEA, 2013, p. 156.

¹⁴ Tal tema foi trabalhado preliminarmente em RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; ALVES, Giovani Ribeiro Rodrigues. Desenvolvimento e Reforma Institucional: os exemplos do BNDES e das sociedades estatais no Brasil. In: SILVEIRA, Vladimir Oliveira da; SANCHES, Samyra; COUTO, Monica (orgs.). **Direito e Desenvolvimento no Brasil do Século XXI**. Brasília: IPEA, 2013.

As instituições, sozinhas, não conseguem alterar a realidade, vez que, se de um lado, o conceito de instituições está ligado a regras — o que poderia transmitir uma indevida ideia de que seriam recebidas e aplicadas de maneira uniforme independentemente do contexto —, de outro lado se relaciona com algo que não pode ser alterado com simples mudanças de palavras em um texto escrito, por resultarem da história e dos valores compartilhados pelos integrantes de cada Estado¹⁵.

Amartya Sen explica que a posição do observador é a base inicial para qualquer estudo que se pretenda realizar, já que, conforme o contexto no qual se insere o observador, este terá por construída uma determinada compreensão a respeito de cada assunto¹⁶. Nas palavras de Sen “[o] que podemos ver não é independente de onde estamos em relação ao que estamos tentando ver. E isso, por sua vez, pode influenciar nossas crenças, compreensão e decisões”¹⁷. Portanto, reforça-se que o trabalho é feito por um não economista e a partir do direito brasileiro.

Com fundamento nas limitações descritas acima, primeiramente será feita a exposição de algumas das bases que sustentam a nova economia institucional e a economia comportamental quanto à definição de empresa e à tomada de decisão dos agentes econômicos para, ao final do capítulo, fixar-se as premissas que possibilitam a aplicação de ferramentas da teoria comportamentalista sobre as operações de compra e venda de empresas.

¹⁵ Versão preliminar expondo parte deste pressuposto foi publicado em ALVES, Giovani Ribeiro Rodrigues. Fusão, Incorporação e Desmembramento. In: GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis (coord.). **Sociedades Cooperativas**. São Paulo: Lex Editora, 2018, p. 297-313.

¹⁶ SEN, Amartya. **A ideia de justiça**. São Paulo: Companhia das Letras, 2011, p. 45.

¹⁷ SEN, Amartya. **A ideia de justiça**. São Paulo: Companhia das Letras, 2011, p. 45.

1.1 A EMPRESA E AS TOMADAS DE DECISÕES A PARTIR DA NOVA ECONOMIA INSTITUCIONAL

A compreensão acerca do nascimento da empresa e de seu crescimento por meio da aquisição de outra(s) remete aos estudos de Ronald Coase¹⁸ e ao posterior desenvolvimento da teoria *coasiana* por Oliver Williamson¹⁹. Igualmente importante se faz a análise do conceito de instituição desenvolvido por Douglass North. Os três autores buscaram compreender a tomada de decisões dos agentes econômicos desenvolvendo teorias que aderiram novos enfoques para as análises dos economistas sobre o mercado e as condutas dos agentes.

Para minimizar os efeitos da escolha de três referenciais, desde já se limita a análise aos seguintes objetos:

(i) a compreensão da teoria da firma de Ronald Coase, a partir dos custos de transação, para assimilação das razões que levam o agente econômico a optar pelo surgimento (crescimento) da empresa ou pela utilização do mercado;

(ii) o entendimento acerca das estruturas de governança de Oliver Williamson para verificar os meios adequados para se valer do mecanismo de preços ou da internalização de atividades pela via da firma e;

(iii) a absorção do conceito de instituições de Douglass North para identificar a importância de regras formais e informais na tomada de decisões atinentes às empresas.

A origem da nova economia institucional, escola em que são enquadrados os três economistas citados²⁰, remonta a 1937, ano em que Coase publicou o artigo *The Nature*

¹⁸ COASE, Ronald. **The Nature of the Firm**. *Economica* 4 (novembro), 1937, p. 386-405.

¹⁹ A título de exemplo: WILLIAMSON, Oliver. **The economic institutions of capitalism: firms, markets, relational contracting**. New York: The Free Press, 1985.

²⁰ RICHTER, Rudolf. The New Institutional Economics – its start, its meaning, its prospects. **European Business Organization Law Review**, julho de 2015, p. 2. Em sentido contrário, Calixto Salomão Filho, mesmo reconhecendo a importância da obra de Coase, afirma que tal economista não pode ser classificado como um neoinstitucionalista, já que “[n]ele, marcada ainda é a influência do dogma neoclássico da eficiência como matriz e indicador da direção tanto da economia quanto do direito”. SALOMÃO FILHO, Calixto. **Regulação e Concorrência (estudos e pareceres)**. São Paulo: Malheiros, 2002, p. 58-59.

of the Firm²¹. Nada obstante, o uso da expressão para designá-la como uma vertente econômica autônoma é atribuído a Williamson com a publicação do livro *Markets and Hierarchies* em 1975²².

Há heterogeneidade nas obras dos autores que integram a nova economia institucional²³. Em razão disso, economistas explicam que é difícil precisamente delimitar a preocupação central dos neoinstitucionalistas em seus estudos e de sistematizar seus pensamentos a fim de descrever o que caracteriza a mencionada escola econômica²⁴.

Mesmo diante de tal diversidade de pensamento, Richter²⁵ aponta que algumas noções essenciais são compartilhadas pelos autores da referida vertente e podem servir como guia introdutório da compreensão da escola para os fins a que se propõe a tese: a inserção dos custos de transação nas análises econômicas; a necessária incursão interdisciplinar para a compreensão das condutas dos agentes econômicos e; a aceitação de que as instituições são importantes para a economia. Como sintetiza Salomão Filho, a NEI se dedica a “um estudo mais institucional, econômico-jurídico, que investigue os elementos básicos para a realização das transações no mercado”²⁶.

A economia dos custos de transação (ECT) representa uma das principais construções da nova economia institucional²⁷, tendo substituído a noção tradicional do *homo economicus*²⁸ pelo homem contratual, limitadamente racional e caracterizado pelo

²¹ RICHTER, Rudolf. The New Institutional Economics – its start, its meaning, its prospects. **European Business Organization Law Review**, julho de 2015, p. 2. No mesmo sentido, KLEIN, Vinícius. **A Economia dos Contratos: uma análise microeconômica**. Curitiba: CRV, 2015, p. 129.

²² RICHTER, Rudolf. The New Institutional Economics – its start, its meaning, its prospects. **European Business Organization Law Review**, julho de 2015, p. 2. No mesmo sentido, KLEIN, Vinícius. **A Economia dos Contratos: uma análise microeconômica**. Curitiba: CRV, 2015, p. 129.

²³ SALOMÃO FILHO, Calixto. **Regulação e Concorrência (estudos e pareceres)**. São Paulo: Malheiros, 2002, p. 57.

²⁴ DEQUECH, D. Bounded Rationality, Institutions, and Uncertainty. **Journal of Economic Issues**, 2001, 35(4): 911-929, p. 911. No mesmo sentido: KLEIN, Vinícius. **A Economia dos Contratos: uma análise microeconômica**. Curitiba: CRV, 2015, p. 130.

²⁵ RICHTER, Rudolf. The New Institutional Economics – its start, its meaning, its prospects. **European Business Organization Law Review**, julho de 2015, p. 1; No mesmo sentido, KLEIN, Vinícius. **A Economia dos Contratos: uma análise microeconômica**. Curitiba: CRV, 2015, p. 131-133.

²⁶ SALOMÃO FILHO, Calixto. **Regulação e Concorrência (estudos e pareceres)**. São Paulo: Malheiros, 2002, p. 57.

²⁷ ARAÚJO, Fernando. **Teoria Económica do Contrato**. Coimbra: Almedina, 2007, p. 210.

²⁸ A respeito da crítica ao *homo economicus*, ver JOLLS, Christine; SUNSTEIN, Cass R.; THALER, Richard H. A Behavioral Approach to Law and Economics. In: SUNSTEIN, Cass R.; THALER, Richard H. (orgs.) **Behavioral Law & Economics**. New York: Cambridge Press, 2007, p. 14 e 15;

oportunismo em suas escolhas, em contraponto ao sujeito plenamente racional e idealizado da visão neoclássica da economia²⁹. A ECT trouxe uma visão realista para as análises econômicas, em oposição aos modelos ideais pré-fixados que faziam mais sentido no plano teórico do que prático³⁰.

De acordo com a teoria econômica neoclássica, prevalecente com pouca contestação até o desenvolvimento da nova economia institucional³¹ — e ainda hoje conhecida como *mainstream* ou modelo econômico ortodoxo³² — o comportamento humano é previsivelmente racional nas respostas às situações que se apresentam³³. A vertente considera que as condutas humanas são previsíveis em decorrência do ser humano fazer escolhas racionais e ótimas nas decisões a serem tomadas³⁴.

Além da crença na racionalidade ilimitada do sujeito³⁵, a economia neoclássica trabalha com contextos ideais para os julgamentos humanos, desconsiderando aspectos que influenciam e tiram o padrão ótimo nas decisões reais³⁶, como os custos para se tomar uma decisão adequada, a assimetria informacional, o oportunismo e a incapacidade de plena assimilação das informações.

BOURDIEU, Pierre. **O Poder Simbólico**. 3ª ed. Tradução de Fernando Tomaz. Rio de Janeiro: Bertrand Brasil, 2000, p. 61-65; ALBANESE, Paul. Inside Economic Man: behavioral economics and consumer behavior. In: ALTMAN, Morris (coord). **Handbook of Contemporary Behavioral Economics: foundations and developments**. New York: M.E. Sharpe, 2006; SERVET, Jean-Michel. **L'Économie Comportementale en Question**. Paris: Charles Léopold Mayer Éditions, 2018, p. 117; LOPES, Ana Frazão. **Empresa e Propriedade: função social e abuso de poder econômico**. São Paulo: Quartier Latin, 2006, p. 150-153.

²⁹ KLEIN, Vinícius. **Os Contratos Empresariais de Longo Prazo**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2015, p. 45.

³⁰ WILLIAMSON, Oliver. The Logic of Economic Organization. In: WILLIAMSON, Oliver E; WINTER, Sidney G (orgs.). **The Nature of the Firm: origins, evolution, and development**. New York: Oxford University Press, 1993, p. 91.

³¹ MACKAAY, Ejan; ROUSSEAU, Stéphane. **Análise Econômica do Direito**. Tradução de Rachel Sztajn. 2ª ed. São Paulo: Atlas, 2015, p. 519.

³² SERVET, Jean-Michel. **L'Économie Comportementale en Question**. Paris: Charles Léopold Mayer Éditions, 2018, p. 21-23; BERGERON, Henri; CASTEL, Patrick; QUELLIER, Sophie; LAZARUS, Jeanne; NOUGUEZ, Étienne; PILMIS, Olivier. **Le biais comportementaliste**. Paris: Presses de Sciences Po, 2018, p. 13. Também utiliza a nomenclatura *mainstream* Vinícius Klein na obra KLEIN, Vinícius. **A Economia dos Contratos: uma análise microeconômica**. Curitiba: CRV, 2015.

³³ SIMON, Herbert A. **Models of Man: Social and Rational**. Nova Iorque: John Wiley & Sons, Inc., 1956, p. 196-197.

³⁴ O tema será analisado com minúcia no item 1.2 do trabalho.

³⁵ DHAMI, Sanjit. **The foundations of behavioral economic analysis**. Oxford: Oxford University Press, 2016, p. 1339.

³⁶ ARIELY, Dan. **Previsivelmente Irracional**. Tradução de Jussara Simões. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008, p. 08.

A nova economia institucional, a partir da obra de Coase, alterou de forma significativa alguns dos alicerces do pensamento neoclássico pela relativização de postulados essenciais na construção das teorias e pelo emprego de grau de detalhamento muito superior ao que os economistas estavam acostumados até então³⁷.

Coase incorporou às análises econômicas novos elementos na compreensão da empresa e das tomadas de decisões dos agentes econômicos que as conduzem³⁸. Foi diminuído o nível de abstração teórico das análises econômicas³⁹, aproximando as formulações teóricas do mundo fático.

Em *The Nature of the Firm*, Ronald Coase questionou a capacidade do sistema de preços (busca de produto ou serviço no mercado⁴⁰) ser, invariavelmente, a melhor opção para o agente econômico, colocando em dúvida a presunção neoclássica de que o mercado era sempre a melhor via para se encontrar o que se deseja⁴¹.

A mencionada obra mudou a forma como se pensa a organização econômica, abalando o conjunto teórico neoclássico que se sustenta a partir da ideia de o mercado ter sempre a melhor solução para o agente econômico e que despreza o fato de que para se valer do mercado há custos não desprezíveis, o que pode conduzir o empresário a migrar para um sistema hierárquico ou de coordenação⁴².

³⁷ WILLIAMSON, Oliver. The Logic of Economic Organization. In: WILLIAMSON, Oliver E; WINTER, Sidney G (orgs.). **The Nature of the Firm: origins, evolution, and development**. New York: Oxford University Press, 1993, p. 91-92.

³⁸ WILLIAMSON, Oliver. The Logic of Economic Organization. In: WILLIAMSON, Oliver E; WINTER, Sidney G (orgs.). **The Nature of the Firm: origins, evolution, and development**. New York: Oxford University Press, 1993, p. 91-92

³⁹ DEQUECH, D. Bounded Rationality, Institutions, and Uncertainty. **Journal of Economic Issues**, 2001, 35(4): 911-929, p. 914.

⁴⁰ Mercado será aqui compreendido como o ambiente em que se celebram contratos entre firmas ou entre firmas e consumidores. Neste sentido: FERREIRA, Antônio Carlos; FERREIRA, Patrícia Cândido Alves. Ronald Coase: um economista voltado para o Direito. Estudo introdutório para a edição brasileira. In: COASE, Ronald. **A Firma, o mercado e o Direito**. Trad. Heloísa Gonçalves Barbosa. Rio de Janeiro: Forense, 2016, p. XIII.

⁴¹ COASE, Ronald. **The Nature of the Firm**. *Economica* 4 (novembro), 1937, p. 386-405.

⁴² WILLIAMSON, Oliver E. Introduction. In: WILLIAMSON, Oliver E; WINTER, Sidney G (orgs.). **The Nature of the Firm: origins, evolution, and development**. New York: Oxford University Press, 1993, p. 3.

Até a consagração da obra de Coase, os principais estudos econômicos⁴³ sustentavam que o funcionamento do mercado era perfeito, sem fricções (custos de transação)⁴⁴ que pudessem abalar a lógica de que o sistema de preços invariavelmente traria o melhor resultado para o agente econômico que precisasse contratar determinado produto ou serviço⁴⁵.

A convicção neoclássica é condizente com a ideia de racionalidade plena do agente e com as presunções de ilimitado acesso e compreensão das informações, em contextos ideais para a tomada de decisões. Acredita-se que o agente econômico poderia processar o conteúdo de maneira adequada⁴⁶ e que o mercado se encontra em permanente equilíbrio competitivo⁴⁷.

Em razão da crença arraigada de que o uso do mercado era destituído de custos para sua utilização que pudessem prejudicar a eficiência do resultado e de que o agente sempre toma as melhores decisões, a teoria econômica neoclássica não se preocupa em explicar as razões pelas quais a empresa existia e nem os fatores que influenciavam seu tamanho⁴⁸. A análise é restrita à observação de fatores como a oferta, a procura, o preço e o monopólio⁴⁹, ou seja, aspectos que se limitam à compreensão do mercado e seu funcionamento, supostamente perfeito e isento de custos em sua utilização.

⁴³ FERREIRA, Antônio Carlos; FERREIRA, Patrícia Cândido Alves. Ronald Coase: um economista voltado para o Direito. Estudo introdutório para a edição brasileira. In: COASE, Ronald. **A Firma, o mercado e o Direito**. Tradução de Heloísa Gonçalves Barbosa. Rio de Janeiro: Forense, 2016, p. XIII.

⁴⁴ WILLIANSOM, Oliver. **The economic institutions of capitalism: firms, markets, relational contracting**. New York: The Free Press, 1985, p. 19.

⁴⁵ MACKAAY, Ejan; ROUSSEAU, Stéphane. **Análise Econômica do Direito**. Tradução de Rachel Sztajn. 2ª ed. São Paulo: Atlas, 2015, p. 519. Uma exceção à referida maioria dos economistas era Carl J. Dahlman, o qual, inclusive, trouxe pioneiramente a noção de custos de transação que foi adotada por Ronald Coase em DAHLMAN, Carl J. The problem of externality. **Journal of Law and Economics**, v. 22, n. 1, p. 141-162, apr. 1979.

⁴⁶ SERVET, Jean-Michel. **L'Économie Comportementale en Question**. Paris: Charles Léopold Mayer Éditions, 2018, p. 21-23.

⁴⁷ HEUKELOM, Floris. **Behavioral Economics: a history**. Cambridge: Cambridge University Press, 2014, p. 1.

⁴⁸ MACKAAY, Ejan; ROUSSEAU, Stéphane. **Análise Econômica do Direito**. Tradução de Rachel Sztajn. 2ª ed. São Paulo: Atlas, 2015, p. 518.

⁴⁹ WILLIANSOM, Oliver. **The economic institutions of capitalism: firms, markets, relational contracting**. New York: The Free Press, 1985, p. 16-17.

Caso pudessem ser plenamente validados os pressupostos da economia neoclássica, não haveria razão para que uma empresa fosse constituída⁵⁰, haja vista que a internalização de uma atividade produtiva necessariamente traria oneração ao agente econômico⁵¹, diferentemente do que ocorreria se a opção do agente fosse a de busca de sua necessidade no mercado. Assim, não surpreende que as teorias econômicas, até a pioneira obra de Coase, não se preocupassem em entender os motivos que norteiam a tomada de decisões acerca do surgimento ou crescimento da firma⁵².

Coase também inovou ao destacar que a busca de produtos ou serviços no mercado implica dispêndio⁵³, os chamados custos de transação. A teoria *coasiana* assevera que para se valer do mecanismo de preços existem custos não desprezíveis, os quais são mensurados pelo agente econômico em sua escolha na vida real⁵⁴ e que, portanto, não podem ser desconsiderados pela teoria econômica em suas formulações⁵⁵.

Com esse reconhecimento, a compreensão sobre as opções disponíveis para a estruturação das atividades foi revista⁵⁶. Ignorar os custos de transação de operações que se processam no mercado era o equivalente a desprezar o atrito do solo na análise do impacto que um determinado objeto terá ao se chocar com outro que se encontra a uma certa distância⁵⁷, o que não pode ser aceito para uma análise que se pretenda realista.

⁵⁰ MACKAAY, Ejan; ROUSSEAU, Stéphane. **Análise Econômica do Direito**. Tradução de Rachel Sztajn. 2ª ed. São Paulo: Atlas, 2015, p. 518.

⁵¹ COASE, Ronald. **The Firm, the market and the law**. Chicago: University of Chicago Press, 1988, p. 174. No mesmo sentido, HAUCAP, Justus. Bounded Rationality and competition policy. In: DREXL, Josef; KERBER, Wolfgang; PODSZUN, Rupprecht (coords.). **Competition Policy and the Economic Approach: foundations and limitations**. Northampton: Edward Elgar, 2011, p. 218.

⁵² MACKAAY, Ejan; ROUSSEAU, Stéphane. **Análise Econômica do Direito**. Tradução de Rachel Sztajn. 2ª ed. São Paulo: Atlas, 2015, p. 518.

⁵³ ROSEN, Sherwin. Transactions Costs and Internal Labor Markets. In: WILLIAMSON, Oliver; WINTER, Sidney G. **The Nature of the Firm: origins, evolution, and development**. New York: Oxford University Press, 1993, p. 76.

⁵⁴ MACKAAY, Ejan; ROUSSEAU, Stéphane. **Análise Econômica do Direito**. Tradução de Rachel Sztajn. 2ª ed. São Paulo: Atlas, 2015, p. 389.

⁵⁵ COASE, Ronald. **The Firm, the market and the law**. Chicago: University of Chicago Press, 1988, p. 174.

⁵⁶ ARAÚJO, Fernando. **Teoria Económica do Contrato**. Coimbra: Almedina, 2007, p. 211.

⁵⁷ WILLIAMSON, Oliver. **The economic institutions of capitalism: firms, markets, relational contracting**. New York: The Free Press, 1985, p. 19.

A partir de Coase, estabeleceram-se as ideias de que os custos de transação são significativos e de que os diferentes arranjos (sistema de preços/mercado ou hierarquia/firma) são ponderados pelos agentes nas tomadas de decisões, levando-se em consideração o que será despedido para se valer de cada um deles⁵⁸.

A marca distintiva da empresa a justificar a tomada dessa opção pelo empresário é a supressão da necessidade de utilização do mecanismo de preços (mercado), por intermédio da incorporação da atividade pela firma (empresa)⁵⁹. O objetivo é a redução dos custos de transação⁶⁰. O referido autor justifica a necessidade da empresa (ou do seu crescimento) a partir da análise dos custos que é feita pelo empresário ao verificar se compensa a utilização do mercado ou a internalização das atividades.

Coase desenvolveu seu trabalho a partir das noções de hierarquia e contratos *spots*⁶¹, contrapondo-as no sentido de que a primeira representa a internalização de uma atividade pelo empresário (firma ou empresa) e a segunda, em oposição à primeira, representa a busca de um produto ou serviço no mercado (mecanismo de preços). Ambas as formas (firma ou mercado) são alternativas de organização das transações econômicas⁶².

Para o referido economista, a firma consiste “no sistema de relações que vêm à tona quando o direcionamento dos recursos é dependente do empreendedor”⁶³. Desta

⁵⁸ MACKAAY, Ejan; ROUSSEAU, Stéphane. **Análise Econômica do Direito**. Tradução de Rachel Sztajn. 2ª ed. São Paulo: Atlas, 2015, p. 218.

⁵⁹ COASE, Ronald. **The Nature of the Firm**. *Economica* 4 (novembro), 1937, p. 389.

⁶⁰ SALOMÃO FILHO, Calixto. **Direito Concorrencial: as condutas**. São Paulo: Malheiros, 2003, p. 29. No mesmo sentido, COOTER, Robert; ULEN, Thomas. **Direito e Economia**. Tradução de Luis Marcos Sander e Francisco Araújo da Costa. 5ª edição. Porto Alegre: Bookman, 2010, p. 105 e também FERREIRA, Antônio Carlos; FERREIRA, Patrícia Cândido Alves. Ronald Coase: um economista voltado para o Direito. Estudo introdutório para a edição brasileira. In: COASE, Ronald. **A Firma, o mercado e o Direito**. Trad. Heloísa Gonçalves Barbosa. Rio de Janeiro: Forense, 2016, p. XXXIX.

⁶¹ LEE, Jooho. Contracts and Hierarchies: a moral examination of economic theories of the firm. **Business Ethics Quarterly**, v. 28:2, april 2018, p. 154.

⁶² WILLIAMSON, Oliver E. Introduction. In: WILLIAMSON, Oliver E; WINTER, Sidney G (orgs.). **The Nature of the Firm: origins, evolution, and development**. New York: Oxford University Press, 1993, p. 3.

⁶³ Tradução livre. No original: “A firm, therefore, consists of the system of relationships which comes into existence when the direction of resources is dependent on an entrepreneur” (COASE, Ronald. **The Nature of the Firm**. *Economica* 4 (novembro), 1937, p. 393).

forma, aproxima-se do perfil subjetivo de empresa de Asquini⁶⁴. No sistema hierárquico o empreendedor opera pela organização dos fatores de produção para exercer a atividade econômica visando ao lucro por meio da produção ou circulação de bens ou de serviços⁶⁵.

Araújo explica que a noção de custos de transação desenvolvida por Coase se tornou importante do ponto de vista pragmático, justamente por servir de comparação entre a solução de mercado e a solução de integração em uma empresa “como formas de arremetimento e organização dos fatores produtivos”⁶⁶.

A integração vertical que pode decorrer de uma incorporação, por exemplo, simboliza a busca pela redução dos custos de transação por parte dos *players* do mercado e evidencia a relevância da contribuição de Coase até os dias atuais⁶⁷. Nas relações verticais entre produtor e distribuidor há potenciais custos de transação, os quais, naturalmente, são indesejáveis para os empresários⁶⁸ e podem levá-lo a entender pela conveniência da internalização de atividades como maneira de aumentar a eficiência econômica da empresa.

Entre contratar distribuidores para escoar o produto a cada vez que precisa — sem um vínculo estável e hierárquico (na condição de terceiro prestador de serviço, ou seja, solução de mercado) — ou incorporar a atividade, o tomador de decisões levará em conta os custos para se valer do mercado a cada vez e os contraporá aos valores necessários para aumentar a sua atividade de maneira não eventual (internalização)⁶⁹. Na mesma esteira, ao verificar que é compensador se utilizar do mercado, o agente econômico não fará a internalização das atividades (ou poderá desfazê-la).

⁶⁴ ASQUINI, Alberto. Perfis da Empresa. Tradução de Fábio Konder Comparato. **Revista de Direito Mercantil**, São Paulo, n. 104, out/dez de 1996, p. 109-126.

⁶⁵ CATEB, Alexandre. A perspectiva da Análise Econômica do Direito na sistemática da lei societária brasileira. **Revista de Direito Empresarial**, Belo Horizonte, p. 15, jan/abr de 2016.

⁶⁶ ARAÚJO, Fernando. **Teoria Económica do Contrato**. Coimbra: Almedina, 2007, p. 197-198.

⁶⁷ Até mesmo atuais discussões que envolvem o *blockchain* invocam a teoria da firma de Coase e pautam suas análises a partir da noção de custos de transação, vide TAPSCOTT, Don; TAPSCOTT, Alex. **Blockchain Revolution: how the technology behind bitcoin and others cryptocurrencies is changing the world**. New York: Portfolio, 2018, p. 92-93.

⁶⁸ SALOMÃO FILHO, Calixto. **Direito Concorrencial: as condutas**. São Paulo: Malheiros, 2003, p. 260.

⁶⁹ A respeito do tema também conferir FORGIONI, Paula. **Direito Concorrencial e Restrições Verticais**. São Paulo: RT, 2007, p. 30-37.

Com base na construção teórica de Coase, três são os principais custos de transação apontados pela doutrina econômica e que são relevantes nas análises feitas pelos agentes econômicos acerca do crescimento/surgimento da empresa ou utilização do mecanismo de preços: (i) custos para descoberta dos preços adequados; (ii) custos para negociar com a outra parte contratante e; (iii) custos inerentes às relações de longo prazo (monitoramento)⁷⁰.

Os custos para a descoberta dos preços adequados são decorrentes do fato de que o agente econômico não está a todo momento com uma lista que contenha todas as opções disponíveis em sua mão⁷¹, o que era desconsiderado pelos neoclássicos. O custo de transação mais evidente é o de descobrir quais são os preços relevantes a serem considerados para a melhor escolha⁷². É associado à perda de oportunidade, já que o empresário poderia ter utilizado o tempo dispendido em atividades aptas a gerar resultado econômico.

Veja-se, exemplificativamente, que ao decidir comprar um equipamento, o agente econômico pode optar por comprá-lo na primeira oportunidade que se apresentar ou fazer uma longa pesquisa para encontrar aquele que apresente as melhores características na percepção do agente econômico. O amplo levantamento implicaria evidente custo de transação mais elevado para se ter conhecimento acerca das possibilidades, o que é ponderado ao tomar a decisão por uma ou outra alternativa.

Além dos custos para encontrar os preços adequados (ou a oportunidade adequada), o agente econômico (especialmente na realidade empresarial) possui custos para negociar com a outra parte, constituindo-se na segunda categoria dos custos de

⁷⁰ MACKAAY, Ejan; ROUSSEAU, Stéphane. **Análise Econômica do Direito**. Tradução de Rachel Sztajn. 2ª ed. São Paulo: Atlas, 2015, p. 519. Também TAPSCOTT, Don; TAPSCOTT, Alex. **Blockchain Revolution: how the technology behind bitcoin and others cryptocurrencies is changing the world**. New York: Portfolio, 2018, p. 92-93. Em análise semelhante, Cooter e Ulen dividem os custos de transação em (i) custos da busca para a realização do negócio; (ii) custos da negociação e (iii) nos custos do cumprimento do que foi negociado, cf. COOTER, Robert; ULEN, Thomas. **Direito e Economia**. Tradução de Luis Marcos Sander e Francisco Araújo da Costa. 5ª edição. Porto Alegre: Bookman, 2010, p.105. Paula Forgioni descreve que os principais custos de transação elencados pela doutrina especializada em organização industrial são os custos de coordenação e os custos de motivação. FORGIONI, Paula. **Direito Concorrencial e Restrições Verticais**. São Paulo: RT, 2007, p. 32-33.

⁷¹ SUNSTEIN, Cass R. (org.). **Behavioral Law & Economics**. Cambridge: Cambridge Press, 2007, p. 1.

⁷² COASE, Ronald. **The Nature of the Firm**. *Economica* 4 (novembro), 1937, p. 390.

transação. Tais custos envolveriam possíveis gastos com advogados (para orientar e formular contratos), contadores (análise dos impactos contábeis da operação), além de eventuais profissionais que pudessem apontar os reflexos da escolha na atividade econômica exercida pelo interessado.

Finalmente, nos contratos que não sejam de execução instantânea, existem também os custos de monitoramento, os quais são aqueles necessários para averiguar o cumprimento das obrigações contratualmente estabelecidas.

Para Ronald Coase, uma empresa tende a se expandir até que os custos de organização interna se tornem iguais aos de buscar o produto no mercado⁷³. A mesma lógica vale para a razão pela qual um agente econômico resolve constituir um sistema hierárquico para desempenhar a atividade empresarial ao invés de se valer do mecanismo de preços⁷⁴. Como esclarece o próprio economista, os contratos não são completamente eliminados com a firma, mas são expressivamente reduzidos⁷⁵, de modo que constantemente o agente econômico faz a ponderação entre internalizar ou se valer do mecanismo de preços.

Em resumo, Coase expôs que para se valer do mercado há custos prévios e posteriores à celebração dos instrumentos contratuais, os quais, repete-se, não são contemplados nas análises econômicas neoclássicas⁷⁶. Ao optar por um realismo que era ignorado pela economia, a obra de Coase revolucionou as teorias no que se refere às decisões dos agentes econômicos⁷⁷.

⁷³ COASE, Ronald. **The Nature of the Firm**. *Economica* 4 (novembro), 1937, p. 395. No mesmo sentido ROSEN, Sherwin. *Transactions Costs and Internal Labor Markets*. In: WILLIAMSON, Oliver E; WINTER, Sidney G. (orgs.). **The Nature of the Firm: origins, evolution, and development**. New York: Oxford University Press, 1993, p. 76.

⁷⁴ WILLIAMSON, Oliver. *The Logic of Economic Organization*. WILLIAMSON, Oliver E; WINTER, Sidney G (orgs.). **The Nature of the Firm: origins, evolution, and development**. New York: Oxford University Press, 1993, p. 90.

⁷⁵ COASE, R. *The Nature of the Firm: meaning*. WILLIAMSON, Oliver; WINTER, Sidney (orgs.). **The Nature of the Firm: origins, evolution, and development**. New York: Oxford Press, 1993, p. 56.

⁷⁶ COASE, R. *The Nature of the Firm: meaning*. WILLIAMSON, Oliver; WINTER, Sidney (orgs.). **The Nature of the Firm: origins, evolution, and development**. New York: Oxford Press, 1993, p. 48.

⁷⁷ WILLIAMSON, Oliver E. *Introduction*. WILLIAMSON, Oliver E; WINTER, Sidney G (orgs.). **The Nature of the Firm: origins, evolution, and development**. New York: Oxford University Press, 1993, p. 3.

O referido autor destacou a importância do processo negocial, contrariando a teoria neoclássica que se pautava apenas no produto e no mercado⁷⁸. A análise considera a racionalidade econômica do agente (tomador da decisão) sob o prisma dos custos envolvidos e a busca pela maior eficiência econômica (maximização⁷⁹), sem deixar de considerar, por outro lado, que há custos para que as próprias decisões sejam tomadas racionalmente.

Coase explicou, também, que a utilização do mecanismo de preços traz desvantagens em determinadas situações no campo prático, o que ocorre quando a celebração de contratos de curta duração não é vantajosa para um determinado agente econômico⁸⁰. As desvantagens são associadas à busca pela estabilidade na qualidade de um produto ou serviço. Por vezes, a depender da especificidade do ativo, é preferível a internalização, já que ao depender de fornecedor externo há o risco de que fatores não controláveis pelo empresário tomador do serviço ou produto comprometam as condições de contratação e, com isso, prejudiquem severamente o andamento das atividades empresariais.

Neste sentido, Mackaay e Rousseau, à luz da teoria *coasiana*, explicam que ao se adotar o modelo hierárquico de organização “o empresário não precisa, continuamente, negociar e redigir contratos”⁸¹, reduzindo, assim, os custos de transação que se apresentam a cada negociação com um terceiro. Tal fator também é ponderado na tomada de decisões sobre o aumento ou não do tamanho da empresa ou da criação de uma nova estrutura hierárquica, o que era ignorado pela economia neoclássica.

Ainda a respeito do tema, é interessante notar que houve uma indevida deformação das ideias de Coase ao longo do tempo, apregoando que o referido

⁷⁸ MACKAAY, Ejan; ROUSSEAU, Stéphane. **Análise Econômica do Direito**. Tradução de Rachel Sztajn. 2ª ed. São Paulo: Atlas, 2015, p. 517-518. Também WILLIAMSON, Oliver. *The Logic of Economic Organization*. WILLIAMSON, Oliver E; WINTER, Sidney G (orgs.). **The Nature of the Firm: origins, evolution, and development**. New York: Oxford University Press, 1993, p. 94-95.

⁷⁹ COOTER, Robert; Ulen, Thomas. **Direito e Economia**. Tradução de Luis Marcos Sander e Francisco Araújo da Costa. 5ª edição. Porto Alegre: Bookman, 2010, p. 37.

⁸⁰ COASE, Ronald. **The Nature of the Firm**. *Economica* 4 (novembro), 1937, p. 392.

⁸¹ MACKAAY, Ejan; ROUSSEAU, Stéphane. **Análise Econômica do Direito**. Tradução de Rachel Sztajn. 2ª ed. São Paulo: Atlas, 2015, p. 553.

economista sustentava a existência de sistemas em que os custos de transação seriam inexistentes⁸².

Acciarri descreve que tal equívoco está patente na origem da expressão “mundo *coasiano*”⁸³ ao fazer referência a um hipotético ambiente em que não haveria custos de transação⁸⁴. Tal deformação fez com que o próprio Coase na obra *The Firm, the Market and the Law* viesse a reforçar sua posição de que sempre há custos para se valer do mercado, asseverando que o chamado “mundo *coasiano*” é irreal e injusto com sua teoria⁸⁵. Nas palavras de Coase: “nada poderia estar mais longe da verdade (...) esse é o mundo da teoria econômica moderna [neoclássica], o qual, tive esperanças de persuadir os economistas a abandonar (...)”⁸⁶.

Diante desta descrição da teoria da firma *coasiana*⁸⁷, denota-se que ela rompeu com a concepção neoclássica, abalando a crença de que o mercado sempre traz as melhores soluções. Igualmente, expressou as razões que levam um agente econômico a preferir pela internalização ao invés de buscar o sistema de preços (custos de transação e estabilidade na atividade)⁸⁸.

⁸² ACCIARRI, Hugo. **Elementos da análise econômica do direito de danos**. Tradução de Marcia Carla Pereira Ribeiro *et al.* São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2014, p.31.

⁸³ ACCIARRI, Hugo. **Elementos da análise econômica do direito de danos**. Tradução de Marcia Carla Pereira Ribeiro *et al.* São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2014, p.31.

⁸⁴ ACCIARRI, Hugo. **Elementos da análise econômica do direito de danos**. Tradução de Marcia Carla Pereira Ribeiro *et al.* São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2014, p.31.

⁸⁵ COASE, Ronald. **The Firm, the market and the law**. Chicago: University of Chicago Press, 1988, p. 174.

⁸⁶ Tradução livre. No original: “(...) The world of zero transactional costs has often been described as a Coasian world. Nothing could be further from the truth. It is the world of modern economic theory, one which I was hoping to persuade economists to leave (...)”. (COASE, Ronald. **The Firm, the market and the law**. Chicago: University of Chicago Press, 1988, p. 174).

⁸⁷ Cyert e March explicam que qualquer abordagem de uma teoria econômica fica sujeita a distorções decorrentes da condensação na explicação e tal problema se torna ainda maior quando a teoria é foco de desenvolvimento ao longo do tempo, situação em que se enquadra a teoria da firma⁸⁷. Assim, o objetivo do trabalho é de apenas apresentar uma visão geral sobre referida teoria, a fim de desenvolver o trabalho com alicerces sólidos. CYERT, Richard; MARCH, James G. **A Behavioral Theory of the Firm**. New Jersey: Prentice Hall, 1963, p. 1.

⁸⁸ “[T]udo que era preciso era reconhecer que existem custos para se fazer transações no mercado e incorporá-las nas análises, o que os economistas falhavam em realizar”. Tradução livre. No original: “All that was needed was to recognize that there were costs of carrying out market transactions and to incorporate them into the analysis, something which economists had failed to do”. (COASE, R. **The Nature of the Firm: meaning**. WILLIAMSON, Oliver; WINTER, Sidney (orgs.). **The Nature of the Firm: origins, evolution, and development**. New York: Oxford Press, 1993, p. 48).

Apesar de bastante citada, a teoria da firma foi pouco influente⁸⁹ por aproximadamente quarenta anos após a sua publicação⁹⁰. Um dos economistas que reconhecidamente desenvolveu formulação teórica a partir da pioneira análise de Ronald Coase foi Oliver Williamson⁹¹. Este minuciou a compreensão acerca dos custos de transação⁹² e da organização da atividade empresarial por intermédio de estudos interdisciplinares englobando o direito, a economia e a administração⁹³. O próprio Coase reconheceu que a obra de Williamson foi importante para a disseminação de sua teoria⁹⁴.

Para Williamson, a forma de organização é um problema contratual⁹⁵ e cada modo de governança (mercado, contratos híbridos ou hierarquia⁹⁶) deve ser analisado pelas vertentes organizacional, econômica e jurídica⁹⁷. O mencionado economista afirma que desconsiderar tais elementos significa relegar os estudos econômicos à sorte, mascarando a realidade⁹⁸.

⁸⁹ COASE, R. The Nature of the Firm: origin. WILLIAMSON, Oliver; WINTER, Sidney (orgs.). **The Nature of the Firm: origins, evolution, and development**. New York: Oxford Press, 1993, p. 34. Em relação ao interesse e citações da obra de Coase também se indica ROSEN, Sherwin. Transactions Costs and Internal Labor Markets. In: WILLIAMSON, Oliver E; WINTER, Sidney G (orgs.). **The Nature of the Firm: origins, evolution, and development**. New York: Oxford University Press, 1993, p. 76 e WILLIAMSON, Oliver. The Logic of Economic Organization. In: WILLIAMSON, Oliver E; WINTER, Sidney G (orgs.). **The Nature of the Firm: origins, evolution, and development**. New York: Oxford University Press, 1993, p. 90.

⁹⁰ COASE, R. The Nature of the Firm: influence. In: WILLIAMSON, Oliver; WINTER, Sidney (orgs.). **The Nature of the Firm: origins, evolution, and development**. New York: Oxford Press, 1993, p. 61.

⁹¹ WILLIAMSON, Oliver. **The Mechanisms of Governance**. New York: Oxford University Press, 1996, p. 25.

⁹² ROSEN, Sherwin. Transactions Costs and Internal Labor Markets. In: WILLIAMSON, Oliver E; WINTER, Sidney G. (orgs.). **The Nature of the Firm: origins, evolution, and development**. New York: Oxford University Press, 1993, p. 77.

⁹³ WILLIAMSON, Oliver. **The Mechanisms of Governance**. New York: Oxford University Press, 1996, p. 25.

⁹⁴ COASE, R. The Nature of the Firm: influence. In: WILLIAMSON, Oliver; WINTER, Sidney (orgs.). **The Nature of the Firm: origins, evolution, and development**. New York: Oxford Press, 1993, p. 62.

⁹⁵ WILLIAMSON, Oliver. **The economic institutions of capitalism: firms, markets, relational contracting**. New York: The Free Press, 1985, p. 20.

⁹⁶ WILLIAMSON, Oliver. **The economic institutions of capitalism: firms, markets, relational contracting**. New York: The Free Press, 1985, p. 17.

⁹⁷ WILLIAMSON, Oliver. **The Mechanisms of Governance**. New York: Oxford University Press, 1996, p. 27.

⁹⁸ WILLIAMSON, Oliver. The Logic of Economic Organization. WILLIAMSON, Oliver E; WINTER, Sidney G (orgs.). **The Nature of the Firm: origins, evolution, and development**. New York: Oxford University Press, 1993, p. 91.

Com base nos escritos de Coase, Williamson descreve que os custos de transação podem ser classificados em *ex ante* e *ex post*. Os primeiros são aqueles que se referem aos custos para elaborar, negociar e salvaguardar um contrato⁹⁹, ou seja, os anteriores ao fechamento propriamente dito da negociação e que são importantes para a proteção prévia dos agentes contratantes.

Já os custos de transação *ex post* são aqueles incidentes após a realização do instrumento contratual, tais como os necessários para a retificação de problemas contratuais e os incidentes para o controle da própria execução do contrato¹⁰⁰, chamados de custos de monitoramento, o que se acentua nos instrumentos contratuais de longa duração.

Williamson reafirma que há custos para identificação das oportunidades, o que resulta no fato de que as pessoas fazem escolhas diferentes das que realizariam se os custos com as informações fossem nulos¹⁰¹. Em razão disso, compreender os custos de transação significa assimilar com o grau de profundidade necessário o que é a realidade da atividade econômica¹⁰² e a base motriz das decisões empresariais relacionadas às operações societárias de concentração empresarial.

Para Williamson, as principais dimensões em que os custos de transação devem ser analisados são: (a) a frequência com que as transações ocorrem; (b) o grau e o tipo

⁹⁹ WILLIAMSON, Oliver. **The economic institutions of capitalism: firms, markets, relational contracting**. New York: The Free Press, 1985, p. 20-21.

¹⁰⁰ WILLIAMSON, Oliver. **The economic institutions of capitalism: firms, markets, relational contracting**. New York: The Free Press, 1985, p. 21.

¹⁰¹ WILLIAMSON, Oliver. **The economic institutions of capitalism: firms, markets, relational contracting**. New York: The Free Press, 1985, p. 21. A respeito do ver também POSNER, Richard A. **Para Além do Direito**. Tradução de Evandro Ferreira e Silva. São Paulo: WMF Martins Fontes, 2009, p. 467.

¹⁰² WILLIAMSON, Oliver. **The Logic of Economic Organization**. WILLIAMSON, Oliver E; WINTER, Sidney G (orgs.). **The Nature of the Firm: origins, evolution, and development**. New York: Oxford University Press, 1993, p. 91.

de incerteza a que o negócio se sujeita e; (c) a especificidade do ativo¹⁰³. O autor se dedica a discorrer sobre a terceira¹⁰⁴.

De acordo com o economista norte-americano, a especificidade do ativo é a dimensão de maior relevância no que se refere aos custos de transação¹⁰⁵ e diz respeito ao grau de possibilidade de trocar o produto ou serviço por outro similar (fungibilidade) sem sacrifício do valor da produção¹⁰⁶. A especificidade induzirá o empresário a refletir sobre a maior facilidade ou dificuldade em se manter no mercado sob as normas restritas desse ambiente negocial.

Seis são as modalidades de especificidade de ativo: (i) a especificidade do lugar em que é produzido ou precisa ser disponibilizado; (ii) a especificidade física (como um ingrediente particular que é componente indispensável para a produção); (iii) a especificidade humana (de quem faz o produto ou serviço buscado); (iv) os ativos sob encomenda (descritos como investimentos discretos para suprir a necessidade de um tomador específico); (v) a reputação e; (vi) o tempo necessário para se fazer a produção¹⁰⁷.

A incerteza, por sua vez, é a dimensão referente à insegurança quanto ao comportamento que o outro contratante adotará¹⁰⁸, expressa na maior ou menor possibilidade de configuração de conduta oportunista. É permeada de elementos fáticos que não são passíveis de previsão ou mensuração pelos contratantes¹⁰⁹. Como as partes

¹⁰³ WILLIAMSON, Oliver. **The Mechanisms of Governance**. New York: Oxford University Press, 1996, p. 59. No mesmo sentido WILLIAMSON, Oliver. *The Logic of Economic Organization*. In: WILLIAMSON, Oliver E; WINTER, Sidney G (orgs.). **The Nature of the Firm**: origins, evolution, and development. New York: Oxford University Press, 1993, p. 93.

¹⁰⁴ WILLIAMSON, Oliver. *The Logic of Economic Organization*. In: WILLIAMSON, Oliver E; WINTER, Sidney G (orgs.). **The Nature of the Firm**: origins, evolution, and development. New York: Oxford University Press, 1993, p. 94.

¹⁰⁵ KLEIN, Vinícius. **A Economia dos Contratos**: uma análise microeconômica. Curitiba: CRV, 2015, p. 145.

¹⁰⁶ WILLIAMSON, Oliver. **The Mechanisms of Governance**. New York: Oxford University Press, 1996, p. 59.

¹⁰⁷ WILLIAMSON, Oliver. **The Mechanisms of Governance**. New York: Oxford University Press, 1996, p. 60.

¹⁰⁸ WILLIAMSON, Oliver. **The Mechanisms of Governance**. New York: Oxford University Press, 1996, p. 60.

¹⁰⁹ DEMSETZ, H. **Ownership control and the firm: The organization of economic activity**. Cambridge: Basil Blackwell, vol. 1, 1990. p. 237.

não são capazes de fazer contratos perfeitos e os agentes são oportunistas¹¹⁰, há insegurança nas contratações realizadas no exercício da atividade econômica, o que poderá induzir a escolhas por contratos de longo prazo ou pela internalização.

A incerteza não se confunde com os riscos. Estes são elementos inatos a qualquer contrato e são marcantes na atividade empresarial. Por intermédio de cálculos, pautados em uma grande quantidade de variáveis oriundas do contexto em que cada relação contratual se passará, os riscos podem ser mensurados e, portanto, são passíveis de serem incluídos e alocados no instrumento firmado pelas partes¹¹¹, ainda que submetidos a níveis de acerto ou desacerto.

As incertezas são elementos fáticos que não são passíveis de previsão ou mensuração pelos contratantes¹¹² e, portanto, não são passíveis de alocação nos preços. Na impossibilidade de traduzir as incertezas em números é que reside a diferença entre estas e os riscos¹¹³. Desse modo, ainda que fosse possível fazer a previsão de todos os riscos e calculá-los, as incertezas vão além da capacidade humana de previsão, deixando lacunas nas relações contratuais.

A frequência se refere ao número de vezes em que as transações ocorrem¹¹⁴. Esta dimensão, consoante já exposto na descrição da teoria *coasiana*, implica majoração de custos quando há necessidade de grande número de contratos (um para cada transação)¹¹⁵. Para que se reduzam tais custos, Williamson assevera que os contratos de longa duração (relacionais) poderiam ser úteis, hábeis a trazer maior estabilidade e, conseqüentemente, maior segurança para os contratantes¹¹⁶, substituindo a opção de

¹¹⁰ KLEIN, Vinicius. **A Economia dos Contratos**: uma análise microeconômica. Curitiba: CRV, 2015, p. 145.

¹¹¹ DEMSETZ, H. **Ownership control and the firm: The organization of economic activity**. Cambridge: Basil Blackwell, vol. 1, 1990. p. 237.

¹¹² DEMSETZ, H. **Ownership control and the firm: The organization of economic activity**. Cambridge: Basil Blackwell, vol. 1, 1990. p. 237.

¹¹³ PINHEIRO, Armando Castelar; SADDI, Jairo. **Direito, Economia e Mercados**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005, p. 125.

¹¹⁴ WILLIAMSON, Oliver. **The Mechanisms of Governance**. New York: Oxford University Press, 1996, p. 59.

¹¹⁵ COASE, Ronald. **The Nature of the firm**. *Economica* 4 (novembro), 1937, p. 392.

¹¹⁶ WILLIAMSON, Oliver. **The economic institutions of capitalism: firms, markets, relational contracting**. New York: The Free Press, 1985, p. 71-72.

internalização. As relações contratuais de longo prazo atenuariam a linha divisória entre mercado e empresa¹¹⁷.

Nada obstante, com base nas formulações de Herbert Simon¹¹⁸, Williamson reconhece a limitação de racionalidade do sujeito¹¹⁹ e a partir dela conclui que todos os contratos são incompletos¹²⁰. O agente econômico celebra contratos imperfeitos, já que não consegue prever soluções eficientes para todos os riscos derivados de uma contratação¹²¹.

Na celebração de um contrato empresarial de longo prazo, por exemplo, as partes não conseguem prever todo o conjunto fático, político e econômico que permeará o contexto dos contratantes, os quais podem afetar, em maior ou menor grau, os interesses expressos no instrumento¹²².

Quanto maior e mais complexa a relação contratual a ser firmada, mais cara e difícil será a formação do pacto¹²³, bem como mais complicada será a especificação dos comportamentos (prestações e contraprestações) que devem ser seguidos pelas partes, ainda mais ao se considerar que os efeitos irão perdurar e a dificuldade em se antecipar fatos futuros. A racionalidade limitada afeta a perfeita cognição e previsão¹²⁴, o que influencia nas decisões a serem tomadas relativamente ao exercício da atividade

¹¹⁷ FREIRE, Maria Paula dos Reis Vaz. **Eficiência Económica e Restrições Verticais**: os argumentos de eficiência e as normas de defesa da concorrência. Lisboa: AAFDL, 2009, p. 265.

¹¹⁸ WILLIAMSON, Oliver. The Logic of Economic Organization. In: WILLIAMSON, Oliver E; WINTER, Sidney G (orgs.). **The Nature of the Firm**: origins, evolution, and development. New York: Oxford University Press, 1993, p. 92.

¹¹⁹ WILLIAMSON, Oliver. **The Mechanisms of Governance**. New York: Oxford University Press, 1996, p. 56. No mesmo sentido WILLIAMSON, Oliver. The Logic of Economic Organization. In: WILLIAMSON, Oliver E; WINTER, Sidney G (orgs.). **The Nature of the Firm**: origins, evolution, and development. New York: Oxford University Press, 1993, p. 92.

¹²⁰ RICHTER, Rudolf. The New Institutional Economics – its start, its meaning, its prospects. **European Business Organization Law Review**, julho de 2015, p. 11.

¹²¹ KLEIN, Vinícius. **A Economia dos Contratos**: uma análise microeconômica. Curitiba: CRV, 2015, p. 144.

¹²² SZTAJN, Rachel. **Teoria Jurídica da Empresa: Atividade Empresária e Mercados**. 2ª edição. São Paulo: Atlas, 2010, p. 108.

¹²³ MOREIRA, Egon Bockmann. **Direito das Concessões de Serviço Público: inteligência da Lei 8.987/1995 (Parte Geral)**. São Paulo: Malheiros, 2010, p. 126.

¹²⁴ MACKAAY, Ejan; ROUSSEAU, Stéphane. **Análise Econômica do Direito**. Tradução de Rachel Sztajn. 2ª ed. São Paulo: Atlas, 2015, p. 521.

empresarial¹²⁵. Vale dizer, mesmo que a opção pela relação *spot* fosse na teoria possível, as variáveis concernentes às escolhas pré-contratuais, às condições do futuro que afetarão o contrato e às potenciais imperfeições das projeções, podem, em determinadas circunstâncias, induzir o empresário a optar pelo modelo de governança pautado na internalização em substituição às opções de mercado e das formas híbridas (contratos relacionais), quando analisados custos diretos e indiretos, inclusive os custos de oportunidade.

Além das análises acerca dos custos de transação e da limitação de racionalidade, Williamson também desenvolve a noção de oportunismo¹²⁶, conceituando-o como o agir malicioso que visa ao auto interesse¹²⁷. É a tendência de o agente optar por fins egoísticos para maximizar o proveito em detrimento aos demais¹²⁸, em detrimento do dever de colaboração para a estabilização das relações negociais.

A conduta oportunista se contrapõe ao sentimento de confiança¹²⁹ e o oportunismo se manifesta em diversas formas que espelham o agir malicioso, destacando-se os problemas da carona¹³⁰, do risco moral¹³¹ e da agência¹³².

Como consequência do oportunismo, a promessa feita pelo agente econômico por meio da celebração do instrumento contratual pode ser rompida, o que gera diferentes

¹²⁵ RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. Racionalidade Limitada. In: RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; KLEIN, Vinícius. **O que é Análise Econômica do Direito: uma introdução**. Belo Horizonte: Fórum, 2011, p. 66-67.

¹²⁶ RICHTER, Rudolf. The New Institutional Economics – its start, its meaning, its prospects. **European Business Organization Law Review**, julho de 2015, p. 11.

¹²⁷ WILLIAMSON, Oliver. **The Mechanisms of Governance**. New York: Oxford University Press, 1996, p. 6.

¹²⁸ SALOMÃO FILHO, Calixto. **Regulação e Concorrência (estudos e pareceres)**. São Paulo: Malheiros, 2002, p. 60.

¹²⁹ MACKAAY, Ejan; ROUSSEAU, Stéphane. **Análise Econômica do Direito**. Tradução de Rachel Sztajn. 2ª ed. São Paulo: Atlas, 2015, p. 222.

¹³⁰ A respeito do problema da carona ver MANKIW, N. Gregory. **Introdução à Economia: princípios de Micro e Macroeconomia**. 2ª ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2001, p. 229-230.

¹³¹ Sobre o risco moral ver ARAÚJO, Fernando. **Introdução à Economia**. Coimbra: Almedina, 2006, p 417-424.

¹³² A respeito da teoria da agência, ver ARAÚJO, Fernando. **Teoria Económica do Contrato**. Coimbra: Almedina, 2007, p. 215-222. Também: MACKAAY, Ejan; ROUSSEAU, Stéphane. **Análise Econômica do Direito**. Tradução de Rachel Sztajn. 2ª ed. São Paulo: Atlas, 2015, p. 221.

tipos de custos que também devem ser valorados pelo agente econômico na tomada de suas decisões¹³³.

A economia neoclássica despreza as consequências do oportunismo por considerar, repita-se, o agente ilimitadamente racional e por restringir a análise a um cenário hipotético idealizado¹³⁴, em que também não haveria custos de transação quando se opta pelo mercado.

De acordo com Williamson, diante da limitação de racionalidade e do oportunismo, a economia deve partir do seguinte imperativo: organizar a atividade econômica como forma de reduzir os impactos da limitação de racionalidade e, ao mesmo tempo, salvaguardar as transações contra os perigos do oportunismo¹³⁵. A conclusão do economista enfatiza a necessidade de haver interlocução entre direito, economia e administração. A transação se torna o elemento básico de análise e os detalhes acerca das estruturas de governança e dos agentes econômicos são revisitados pela análise conjunta destas três disciplinas¹³⁶.

Em conclusão, para Williamson, o mercado é a opção adequada para o agente econômico quando os ativos são pouco específicos, já que diminui o risco de ficar refém do outro contratante¹³⁷. Quando a especificidade do ativo aumenta e as transações são frequentes, a adoção da empresa se torna mais eficaz¹³⁸. Finalmente, os mecanismos híbridos se impõem quando a frequência das operações não justificar a empresa e o uso do mercado não seja suficiente¹³⁹.

¹³³ WILLIAMSON, Oliver. **The Mechanisms of Governance**. New York: Oxford University Press, 1996, p. 57.

¹³⁴ WILLIAMSON, Oliver E. **The Mechanisms of Governance**. New York: Oxford University Press, 1996, p. 06.

¹³⁵ WILLIAMSON, Oliver. The Logic of Economic Organization. In: WILLIAMSON, Oliver E; WINTER, Sidney G (orgs.). **The Nature of the Firm**: origins, evolution, and development. New York: Oxford University Press, 1993, p. 93.

¹³⁶ WILLIAMSON, Oliver. The Logic of Economic Organization. In: WILLIAMSON, Oliver E; WINTER, Sidney G (orgs.). **The Nature of the Firm**: origins, evolution, and development. New York: Oxford University Press, 1993, p. 91.

¹³⁷ WILLIAMSON, Oliver. **The economic institutions of capitalism**: firms, markets, relational contracting. New York: The Free Press, 1985, p. 53.

¹³⁸ WILLIAMSON, Oliver. **The economic institutions of capitalism**: firms, markets, relational contracting. New York: The Free Press, 1985, p. 53.

¹³⁹ MACKAAY, Ejan; ROUSSEAU, Stéphane. **Análise Econômica do Direito**. Tradução de Rachel Sztajn. 2ª ed. São Paulo: Atlas, 2015, p. 521-522.

A governança hierárquica (por meio da empresa) é vista como a mais apta a dar as desejáveis respostas ao oportunismo nos contratos incompletos, o que também ajuda a compreender a razão pela qual uma empresa existe e pode desejar aumentar de tamanho (internalizando novas atividades). A análise de Williamson contribuiu para a inserção de novos elementos na compreensão econômica sobre a firma.

Ao tempo em que Williamson e Coase desenvolveram a nova economia institucional em sua vertente de análise dos custos de transação, North é apontado como autor central sob o prisma institucionalista¹⁴⁰.

North desenvolveu sua teoria, especialmente, a partir da noção de instituições, consideradas como as restrições humanamente concebidas que estruturam as interações humanas¹⁴¹ e que interferem nos comportamentos, nos resultados e no desenvolvimento econômico. De acordo com a teoria, o comportamento do agente é pautado e moldado a partir das instituições¹⁴².

O referido economista explica que o conjunto das instituições define a estrutura de incentivos das sociedades, constituindo-se, portanto, nas regras do jogo, nos mecanismos que moldam e filtram o comportamento das pessoas¹⁴³, afetando a convivência entre os sujeitos e a realização das operações econômicas¹⁴⁴. São as bases dentro das quais as condutas humanas são moldadas. Caso o comportamento humano fosse perfeito, as instituições não seriam relevantes¹⁴⁵.

A aceitação de que as instituições interferem nas relações humanas representa o afastamento do modelo neoclássico da economia, para o qual as interferências

¹⁴⁰ RICHTER, Rudolf. The New Institutional Economics – its start, its meaning, its prospects. **European Business Organization Law Review**, julho de 2015, p. 2.

¹⁴¹ NORTH, Douglass C. **Institutions, Institutional Change and Economic Performance**. 31 ed. New York: Cambridge University Press, 2011, p. 3.

¹⁴² NORTH, Douglass C. **Institutions, Institutional Change and Economic Performance**. 31 ed. New York: Cambridge University Press, 2011, p. 3.

¹⁴³ A respeito do tema, ver: NORTH, D. C. Economic Performance Through Time. **The American Economic Review**, 1994; SCHAPIRO, M. Repensando a relação entre estado, direito e desenvolvimento: os limites do paradigma *Rule of Law* e a relevância das alternativas institucionais. **Revista Direito GV**, São Paulo, p. 250, jan/jun de 2010.

¹⁴⁴ SZTAJN, Rachel. **Teoria Jurídica da Empresa: atividade empresária e mercados**. São Paulo: Atlas, 2004, p. 67.

¹⁴⁵ NORTH, Douglass C. **Institutions, Institutional Change and Economic Performance**. 31 ed. New York: Cambridge University Press, 2011, p. 108.

externas eram desconsideradas, com as análises voltadas exclusivamente para os agentes e suas escolhas individuais vocacionadas à maximização dos interesses.

As instituições também têm um papel importante no desenvolvimento de um país, o que justifica que alguns tenham níveis diferentes de outros — realidade confirmada pelo estudo histórico da evolução das instituições proposto por North — mesmo que tenham adotado normas semelhantes (exemplo das que condicionam a entrada de capital ou investimentos de organismos como o Fundo Monetário Internacional)¹⁴⁶.

Ainda, o economista sustenta que a adoção de uma estrutura de coordenação mais favorável a um ambiente impessoal, seguro e previsível para a atividade empresarial é essencial para o bom desenvolvimento da economia¹⁴⁷. Sem instituições sólidas, não há confiança para que os agentes econômicos atuem, prejudicando o desenvolvimento e as consequências daí derivadas¹⁴⁸.

As leis, para North, são exemplos de instituições formais¹⁴⁹. Existem, também, as instituições informais, aquelas derivadas dos costumes de uma sociedade¹⁵⁰, as quais são tão importantes quanto as formais, vez que são decisivas no comportamento das pessoas e na própria aceitação ou não de uma regra escrita¹⁵¹.

North explica que diante das limitações informacionais e da incompleta capacidade de absorção das informações, as restrições advindas das instituições são

¹⁴⁶ NORTH, D. **Institutions, institutional change and economic performance**. New York: Cambridge University Press, 1999, 83-95.

¹⁴⁷ SCHAPIRO, M. Repensando a relação entre estado, direito e desenvolvimento: os limites do paradigma *Rule of Law* e a relevância das alternativas institucionais. **Revista Direito GV**, São Paulo, jan/jun de 2010, p. 217.

¹⁴⁸ RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; ALVES, Giovani Ribeiro Rodrigues. Desenvolvimento e Reforma Institucional: os exemplos do BNDES e das Sociedades Estatais no Brasil. SILVEIRA, Vladimir Oliveira da; SANCHES, Samyra Napolini; COUTO, Monica Benetti (orgs.). **Direito e desenvolvimento no Brasil do século XXI**. Brasília: IPEA, 2013, p. 161.

¹⁴⁹ NORTH, Douglass C. **Institutions, Institutional Change and Economic Performance**. 31a ed. New York: Cambridge University Press, 2011, p. 107.

¹⁵⁰ NORTH, Douglass C. **Institutions, Institutional Change and Economic Performance**. 31a ed. New York: Cambridge University Press, 2011, p. 4.

¹⁵¹ RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; ALVES, Giovani Ribeiro Rodrigues. Desenvolvimento e Reforma Institucional: os exemplos do BNDES e das Sociedades Estatais no Brasil. SILVEIRA, Vladimir Oliveira da; SANCHES, Samyra Napolini; COUTO, Monica Benetti (orgs.). **Direito e desenvolvimento no Brasil do século XXI**. Brasília: IPEA, 2013, p. 161.

importantes mecanismos para reduzir os custos de transação¹⁵². A título exemplificativo, o fato de haver leis que disciplinem relações entre particulares faz com que, em tese, ao menos na parte disciplinada pela lei, os contratantes não precisem discriminar com minúcia determinados comportamentos em cada instrumento que é celebrado, o que o torna menos suscetível às falhas de racionalidade humana e menos custoso para elaboração.

As instituições, ao limitar a liberdade das escolhas humanas (como por meio de uma norma restritiva de comportamento) devem servir de instrumentos de redução de custos (daí a conexão com as teorias voltadas aos custos de transação), já que dispensarão, ao determinar ou restringir condutas (e desde que os sujeitos prestigiem os seus comandos), custos normalmente relacionados às escolhas.

A partir dos estudos de North, Schapiro afirma que com regras do jogo adequadas, que promovam a segurança jurídica, são estimulados negócios lícitos e mitigadas as necessidades de intervenções estatais, vez que todos os *players* do mercado adquirem condições de previamente compreender os mandamentos jurídicos e observá-los quando da realização de seus atos negociais¹⁵³. No mesmo sentido, Gonçalves e Morettini ressaltam a importância das instituições e a influência delas sobre a atuação dos agentes na atividade econômica¹⁵⁴. Trata-se da tão desejada estabilidade compatível com as condições de um bom desenvolvimento das empresas e dos negócios.

No exercício da atividade econômica, especialmente, a importância das instituições é decorrente da constatação de que as relações entre agentes do mercado somente podem se desenvolver satisfatoriamente em um ambiente que privilegie a segurança jurídica¹⁵⁵.

¹⁵² NORTH, Douglass C. **Institutions, Institutional Change and Economic Performance**. 31 ed. New York: Cambridge University Press, 2011, p. 36.

¹⁵³ SCHAPIRO, M. Repensando a relação entre estado, direito e desenvolvimento: os limites do paradigma *Rule of Law* e a relevância das alternativas institucionais. **Revista Direito GV**, São Paulo, p. 250, jan/jun de 2010.

¹⁵⁴ GONÇALVES, Oksandro O; MORETTINI, Felipe Tadeu Ribeiro. Análise econômica do controle judicial dos contratos de concessão e sua importância para o desenvolvimento. **Revista de Informação Legislativa**, Brasília, p. 86, jul/set de 2014.

¹⁵⁵ FORGIONI, Paula Andrea. **Teoria Geral dos Contratos Empresariais**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2009, p. 75.

Verifique-se, assim, que ao desenvolver sua teoria, North acrescenta o ambiente institucional aos elementos que influenciam na tomada de decisões por parte dos agentes econômicos e, como não poderia deixar de ser, nas opções acerca do nascimento ou crescimento de uma empresa.

O conceito de instituições e o reconhecimento de sua importância para os estudos econômicos também são relevantes para que direito e economia sejam interpretados de maneira conjunta e compatível. Caso as instituições não fossem importantes para a economia, seria desnecessário o estudo do direito para a compreensão do funcionamento do mercado, já que a análise individual do comportamento do sujeito (ilimitadamente racional) seria suficiente.

1.2 RACIONALIDADE, ECONOMIA COMPORTAMENTAL E A ANÁLISE ECONÔMICA A PARTIR DE NOVOS FUNDAMENTOS

A obra de Ronald Coase e o seu alerta de que há custos para se valer do mercado contribuíram para a aproximação do plano acadêmico à prática no que se refere ao exercício da atividade empresarial, às escolhas do agente econômico e à importância de se estudar a empresa como instrumento de governança. Nada obstante, o próprio economista reconheceu que para o aperfeiçoamento de sua teoria seria necessário considerar com ainda mais ênfase os aspectos de realidade¹⁵⁶.

A teoria de Oliver Williamson estabeleceu uma continuidade à tarefa de aproximação, o que foi proposto a partir da análise das interseções entre direito, economia e organização na compreensão da empresa e de seu crescimento. Ademais, Williamson incorporou aos estudos econômicos novos elementos, tais como o oportunismo e a especificidade do ativo, fatores que influenciam nas diferentes motivações dos agentes econômicos nas tomadas de decisões organizacionais.

¹⁵⁶ COASE, Ronald. The New Institutional Economics. **Journal of institutional and theoretical economics**, 140 (March), 229-231. p. 231.

Com Coase e Williamson ampliou-se o enfoque tradicional da economia, o que auxiliou nas constatações de que o mercado nem sempre oferece a melhor solução, de que os contratos não são perfeitos e, até mesmo, de que mercado e contrato não são alternativas que se excluem completamente, já que não raramente o empresário internaliza e se usa do mercado, ou seja, ele pode produzir e comprar¹⁵⁷, não sendo obrigado a adotar apenas uma forma de governança em suas opções.

Finalmente, o terceiro neoinstitucionalista citado, Douglass North, também pautou a construção de seus trabalhos na necessidade de expansão das análises econômicas, o que fez por intermédio da inserção de novos elementos na compreensão do mercado e dos comportamentos dos agentes. Lembre-se que a noção de instituições, incluída nas análises econômicas, não fica restrita apenas a aspectos formais — englobando também as regras de comportamento não escritas (instituições informais) — o que demonstra a preocupação de North em ampliar e aprofundar a compreensão da realidade nas análises.

A partir da exposição, verifica-se que a nova economia institucional é uma vertente econômica que se opôs ao modelo sustentado pela economia neoclássica, abalando pressupostos que eram tidos como irrefutáveis pelos economistas até então¹⁵⁸ e ampliando o espectro de compreensão acerca das decisões tomadas pelos agentes econômicos.

A economia comportamental incorporou elementos trazidos pela nova economia institucional e aproximou ainda mais a análise econômica da prática¹⁵⁹, acentuando a ruptura com a economia neoclássica (ortodoxa)¹⁶⁰.

De maneira similar ao que ocorre com a nova economia institucional, a economia comportamental não é uma escola econômica com pensamento homogêneo entre seus

¹⁵⁷ FREIRE, Maria Paula dos Reis Vaz. **Eficiência Económica e Restrições Verticais**: os argumentos de eficiência e as normas de defesa da concorrência. Lisboa: AAFDL, 2009, p. 265.

¹⁵⁸ LANGEVOORT, Donald C. Organized Illusions: A Behavioral Theory of Why Corporations Mislead Stock Market Investors (and Cause Other Social Harms). SUNSTEIN, Cass R. (org.). **Behavioral Law & Economics**. New York: Cambridge Press, 2007, p. 144.

¹⁵⁹ SERVET, Jean-Michel. **L'Économie Comportementale en Question**. Paris: Charles Léopold Mayer Éditions, 2018, p. 27-72.

¹⁶⁰ BERGERON, Henri; CASTEL, Patrick; QUELLIER, Sophie; LAZARUS, Jeanne; NOUGUEZ, Étienne; PILMIS, Olivier. **Le biais comportementaliste**. Paris: Presses de Sciences Po, 2018, p. 14.

autores¹⁶¹, razão pela qual a melhor forma de descrevê-la é partindo da compreensão das premissas compartilhadas por seus principais expoentes e de termos-chaves utilizados nas teorias¹⁶².

Logo de plano, importante ressaltar que a observação da prática é uma das grandes marcas da economia comportamental¹⁶³, servindo de sustentáculo para a crítica às outras vertentes econômicas, inclusive voltada à nova economia institucional (a despeito da intenção desta de se aproximar da realidade)¹⁶⁴.

Com efeito, a distância entre a teoria e a prática não era um fenômeno observável apenas na economia. O estudo do direito, por vezes, era (e continua sendo) criticado por se afastar da realidade, quando formulado a partir de teorizações que não sejam de clara aplicação à realidade, mediante a proposição de comandos normativos que são dissociados de efetividade¹⁶⁵.

A economia comportamental não somente se utiliza de experimentos práticos para testar as teorias por ela própria formuladas ou para criticar as que fundamentam análises de outras vertentes, como também aprofunda o questionamento de um dos pilares da construção teórica econômica tradicional: a crença na racionalidade ilimitada do sujeito¹⁶⁶.

Como já exposto, a economia ortodoxa se pauta em uma figura humana idealizada e que era capaz de tomar as melhores decisões, independentemente dos

¹⁶¹ SERRA, Daniel. **Économie Comportementale**. Paris: Economica, 2017, p. 21-26. Também BERGERON, Henri; CASTEL, Patrick; QUELLIER, Sophie; LAZARUS, Jeanne; NOUGUEZ, Étienne; PILMIS, Olivier. **Le biais comportementaliste**. Paris: Presses de Sciences Po, 2018, p. 15.

¹⁶² BERGERON, Henri; CASTEL, Patrick; QUELLIER, Sophie; LAZARUS, Jeanne; NOUGUEZ, Étienne; PILMIS, Olivier. **Le biais comportementaliste**. Paris: Presses de Sciences Po, 2018, p. 15.

¹⁶³ FUCHS, Andreas. Introducing more features of real life into de economists' world of theoretical models – comments on Justus Haucap, Bart Wilson and Cristopher Engel. In: DREXL, Josef; KERBER, Wolfgang; PODSZUN, Rupprecht (eds.). **Competition Policy and the Economic Approach: foundations and limitations**. Northampton: Edward Elgar, 2011, p.275.

¹⁶⁴ SERVET, Jean-Michel. **L'Économie Comportementale en Question**. Paris: Charles Léopold Mayer Éditions, 2018, p. 23.

¹⁶⁵ A respeito do tema ver ULEN, Thomas S. Behavioral Law and Economics. In: ALTMAN, Morris (coord.). **Handbook of Contemporary Behavioral Economics: foundations and developments**. New York: M.E. Sharpe, 2006, p. 672-677.

¹⁶⁶ BERGERON, Henri; CASTEL, Patrick; QUELLIER, Sophie; LAZARUS, Jeanne; NOUGUEZ, Étienne; PILMIS, Olivier. **Le biais comportementaliste**. Paris: Presses de Sciences Po, 2018, p. 14.

contextos que se apresentassem¹⁶⁷ (afinal, esses contextos eram invariavelmente favoráveis, conforme crítica de Ronald Coase referida acima¹⁶⁸).

A racionalidade plena das escolhas do sujeito é o alicerce das teorias, das previsões¹⁶⁹ e das recomendações econômicas neoclássicas¹⁷⁰, pautadas nos pressupostos de que as informações e a capacidade cognitiva dos agentes econômicos são plenas para a tomada das decisões¹⁷¹ em busca da maximização¹⁷², o que também acontecia nas análises jurídicas tipicamente da modernidade¹⁷³.

Diante da constatação de que a racionalidade humana era pressuposto fundamental do direito e da economia modernos, deve-se perquirir os motivos pelos quais, em determinado contexto histórico, a racionalidade do sujeito ganhou tamanho prestígio e, por consequência, fundamentou um modelo de pensamento que se afastou da realidade fática, o que, tanto a nova economia institucional quanto a economia comportamental vieram a questionar¹⁷⁴.

¹⁶⁷ SERVET, Jean-Michel. **L'Économie Comportementale en Question**. Paris: Charles Léopold Mayer Éditions, 2018, p. 23.

¹⁶⁸ Item 1.1 da Tese.

¹⁶⁹GICO JR, Ivo T. Introdução à Análise Econômica do Direito. In: KLEIN, Vinicius; RIBEIRO, Marcia Carla Pereira (coords.). **O que é análise econômica do direito: uma introdução**. Belo Horizonte: Editora Fórum, 2011, p. 18.

¹⁷⁰ARIELY, Dan. **Previsivelmente Irracional**. Tradução de Jussara Simões. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008, p. 07 da introdução.

¹⁷¹SIMON, Herbert A. **Models of Man. Social and Rational**. Nova Iorque: John Wiley & Sons, Inc., 1956, p. 198.

¹⁷² COOTER, Robert; Ulen, Thomas. **Direito e Economia**. Tradução de Luis Marcos Sander e Francisco Araújo da Costa. 5ª edição. Porto Alegre: Bookman, 2010, p. 37. No mesmo sentido GICO JR, Ivo T. Introdução à Análise Econômica do Direito. In: KLEIN, Vinicius; RIBEIRO, Marcia Carla Pereira (coords.). **O que é análise econômica do direito: uma introdução**. Belo Horizonte: Editora Fórum, 2011, p. 22. Ainda, ULEN, Thomas S. Behavioral Law and Economics. In: ALTMAN, Morris (coords). **Handbook of Contemporary Behavioral Economics: foundations and developments**. New York: M.E. Sharpe, 2006, p. 672-677.

¹⁷³ Acerca do tema LEONARDO, Rodrigo Xavier. **Associações sem fins econômicos**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2014, p. 31; No mesmo sentido: VANDERLINDEN, J. **Le concept de code en Europe occidentale du XIIIe au XIXe siècle. Essai de définition**. Bruxelles: L'Institut de Sociologie de l'Université Libre de Bruxelles, 1967, p. 22; MARQUES, Mário Reis. **Codificação e Paradigmas da Modernidade**. Coimbra: Ed. Coimbra, 2003, p. 456; FONSECA, Ricardo Marcelo. **Modernidade e contrato de trabalho: do sujeito de direito à sujeição jurídica**. São Paulo: LTr, 2002, p. 20; GOMES, Orlando. **Contratos**. Coordenação de Edvaldo Brito. Atualizadores: Antônio Junqueira de Azevedo e Francisco Paulo de Crescenzo Marino. 26ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 07.

¹⁷⁴ SERVET, Jean-Michel. **L'Économie Comportementale en Question**. Paris: Charles Léopold Mayer Éditions, 2018, p. 21-23.

Na modernidade predominava o chamado modelo da escolha racional, em que se acreditava que situado diante de um caso a resolver, o agente econômico, invariavelmente, faria o levantamento dos resultados desejados, identificaria as ações que poderia empreender, aquilataria em que medida cada ação contribuiria para os resultados e a que custo, optando por aquela que mais contribuísse para sua satisfação pessoal¹⁷⁵.

Nas palavras de Posner se resume a análise de comportamento efetuada pela economia neoclássica: “se me pedirem para escolher entre 2 e 3, eu preferirei 3. Mas e se eu tiver outra oportunidade que valha 4? Então preferirei esta, pois prefiro mais a menos”¹⁷⁶. Trata-se da ótica racional maximizadora¹⁷⁷.

Conforme explicam Grossi e Santos, a estruturação moderna de pensamento começou a ganhar força no século XIV¹⁷⁸, consolidando-se a partir da revolução científica do século XVI e foi desenvolvida nos séculos seguintes sob o domínio das ciências naturais¹⁷⁹, em direta oposição aos preceitos consagrados no período medieval¹⁸⁰.

Historicamente, o apogeu do racionalismo e sua preponderância sobre o modo de fazer ciência é justificável como uma reação ao modelo até então prevalecente

¹⁷⁵ KOROBKIN, Russel. Behavioral Economics, Contract Formation, and Contract Law. In: SUNSTEIN, Cass R. (org.) **Behavioral Law & Economics**. New York: Cambridge Press, 2007, p. 118. No mesmo sentido, KAUFMAN, Bruce E. Integrating Emotions into Economic Theory. In: ALTMAN, Morris (coord). **Handbook of Contemporary Behavioral Economics: foundations and developments**. New York: M.E. Sharpe, 2006, p. 81.

¹⁷⁶ POSNER, Richard A. **Para Além do Direito**. Tradução de Evandro Ferreira e Silva. São Paulo: WMF Martins Fontes, 2009, p. 466.

¹⁷⁷ GICO JR, Ivo T. Introdução à Análise Econômica do Direito. In: KLEIN, Vinicius; RIBEIRO, Marcia Carla Pereira (coords.). **O que é análise econômica do direito: uma introdução**. Belo Horizonte: Editora Fórum, 2011, p. 22. Também KAUFMAN, Bruce E. Integrating Emotions into Economic Theory. In: ALTMAN, Morris (coord). **Handbook of Contemporary Behavioral Economics: foundations and developments**. New York: M.E. Sharpe, 2006, p. 81.

¹⁷⁸ GROSSI, Paolo. Para além do subjetivismo jurídico moderno. In: FONSECA, Ricardo Marcelo; SEELAENDER, Ailton Cerqueira Leite. **História do Direito em Perspectiva: do Antigo Regime à Modernidade**. Curitiba: Juruá Editora, 2008, p. 20.

¹⁷⁹ SANTOS, Boaventura de Sousa. **A crítica da razão indolente**. 3ª ed. São Paulo: Cortez, 2001, p. 60.

¹⁸⁰ Para aprofundamento a respeito do assunto, ver a paulatina consolidação do entendimento moderno em HESPANHA, António Manuel. **Cultura Jurídica Europeia. Síntese de um Milênio**. Florianópolis: Fundação Boiteux, 2005, p. 121-242 e WIEACKER, Franz. **História do Direito Privado Moderno**. 2ª ed. Tradução de A. M. Botelho Hespanha. Lisboa: Fundação Calouste Gulbenkian, 1967, p. 15-96.

(medieval) e significou uma ruptura com a tradição de justificação de fatos a partir da figura de Deus, típica no período medieval¹⁸¹.

Os modernos rejeitavam os preceitos medievais, a tal ponto que repeliam¹⁸² qualquer pensamento que parecesse resistir ao triunfo da nova verdade instituída por meio do novo modelo de ciência que se construía¹⁸³, pautado no indivíduo e em sua racionalidade.

De acordo com a então nova visão de mundo, a Igreja e a concepção de Deus como centro do universo teriam feito com que a racionalidade ficasse relegada a segundo plano, o que aconteceria para propiciar a manutenção de privilégios conferidos a poucos afortunados ligados ao clero e à realeza¹⁸⁴.

Nada obstante, os modernos reconheciam que, em virtude da natureza humana, todos os homens seriam capazes de transitar do estado de barbárie para o civilizado por intermédio da ferramenta da razão, elemento indissociável à essência de todo ser humano¹⁸⁵. Esta racionalidade levaria à superação do momento de dificuldade vivido durante a Idade Média¹⁸⁶. Mais do que isso: seria o fundamento para se romper uma estrutura social pautada em privilégios justificados a partir de fundamentos que iriam para além da estrutura racional de pensamento¹⁸⁷.

A modernidade tratava de erigir o homem e sua racionalidade ao centro da estrutura de justificação, em oposição ao que foi construído na Idade Média¹⁸⁸. O ideal

¹⁸¹ Versão resumida sobre a transição do medievo para a modernidade foi publicada em ALVES, Giovanni Ribeiro Rodrigues. **Fundamentos para a Compreensão de Um Novo Código Comercial**. Rio de Janeiro: Processo, 2017, p. 22-55.

¹⁸² SANTOS, Boaventura de Sousa. **Um discurso sobre as ciências**. 12ª ed. Porto: Edições Afrontamento, 2002, p. 10.

¹⁸³ TOURAINE, Alain. **Crítica da Modernidade**. Tradução de Elia Ferreira Edel. Petrópolis: Vozes, 1994, p. 213. Acerca do tema, ver também a repercussão sobre as associações e o significado da ruptura em termos de pensamento organizativo em LEONARDO, Rodrigo Xavier. **Associações sem fins econômicos**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2014, p. 23-46.

¹⁸⁴ THOMPSON, John B. **Ideologia e cultura moderna: teoria social crítica na era dos meios de comunicação em massa**. Tradução de Carmen Grisci *et al.* Petrópolis: Vozes, 1998, p. 109.

¹⁸⁵ SARTRE, Jean Paul. **El existencialismo es un humanismo**. Barcelona: Edhasa, 1999, p. 30.

¹⁸⁶ HESPANHA, António Manuel. **Cultura Jurídica Europeia: Síntese de um Milênio**. Florianópolis: Fundação Boiteux, 2005, p. 253.

¹⁸⁷ THOMPSON, John B. **Ideologia e cultura moderna: teoria social crítica na era dos meios de comunicação em massa**. Tradução de Carmen Grisci *et al.* Petrópolis: Vozes, 1998, p. 106.

¹⁸⁸ TOURAINE, Alain. **Crítica da Modernidade**. Tradução de Elia Ferreira Edel. Petrópolis: Vozes, 1994, p. 17.

moderno de substituição das justificativas metafísicas pela racionalidade foi fruto do inconformismo com a antiga concessão de privilégios, que, de fato, não resistia a qualquer análise empírico-racional, mas que encontrava o fundamento suficiente na vontade divina¹⁸⁹.

A racionalidade, portanto, era compreendida pelos modernos como o novo elemento fundante e o necessário elo de ruptura com o período medieval¹⁹⁰. Eis a propaganda racionalização da sociedade, por meio da qual se buscou a reformulação da ordem social, propugnando-se a total superação e desvinculação da antiga ordem medieval.

É possível, assim, a partir da história, identificar os motivos que fizeram com que as teorias jurídicas e econômicas tivessem como pressuposto a racionalidade absoluta do sujeito. Nisto se encontra a justificativa para que a economia neoclássica e o direito moderno tenham alçado a racionalidade humana a um patamar irrefutável.

Mesmo reconhecendo a riqueza dos fundamentos que sustentaram tal concepção — e ainda que no plano teórico a construção neoclássica da economia e moderna do direito sejam plausíveis e historicamente justificáveis — no plano prático não há dúvidas de que o ser humano faz opções equivocadas¹⁹¹, o que, paulatinamente, passou a ser valorado e fundamentou críticas ao modelo, notadamente quanto ao patamar máximo e inquestionável atribuído à razão.

A idealização moderna de que o ser humano é ilimitadamente racional e a construção de cenários perfeitos para justificar a tomada de decisões pelos agentes econômicos fez com que as ciências sociais em geral e a economia em particular construíssem teorias que estavam distantes da realidade¹⁹².

¹⁸⁹ ALVAREZ, Alexandre; FLACH, M. Jacques. **Une nouvelle conception des études juridiques et de la codification du droit civil**. Paris: Librairie générale de droit & de jurisprudence, 1904, p. 06.

¹⁹⁰ FONSECA, Ricardo Marcelo. **Modernidade e contrato de trabalho: do sujeito de direito à sujeição jurídica**. São Paulo: LTr, 2002, p. 51.

¹⁹¹ ALBANESE, Paul. Inside Economic Man: behavioral economics and consumer behavior. In: ALTMAN, Morris (coord). **Handbook of Contemporary Behavioral Economics: foundations and developments**. New York: M.E. Sharpe, 2006, p. 3-19. A respeito do tema se dedica a obra ARIELY, Dan. **Previsivelmente Irracional**. Tradução de Jussara Simões. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008.

¹⁹² Acerca do tema ver LANGEVOORT, Donald C. Organized Illusions: A Behavioral Theory of Why Corporations Mislead Stock Market Investors (and Cause Other Social Harms). In: SUNSTEIN, Cass R. (org.). **Behavioral Law & Economics**. New York: Cambridge Press, 2007, p. 144-167. Também

A economia comportamental intensificou¹⁹³ a crítica ao modelo neoclássico de estudo, reconhecendo que por mais que o foco de análise da economia seja a pessoa e ainda que esta tenha como característica o fato de ser essencialmente racional em suas escolhas, não se pode desprezar a constatação de que limitações de acesso à informação, dificuldades na compreensão de dados e outros fatores fazem com que as escolhas humanas não sejam as melhores em todas as situações que se apresentam no dia a dia¹⁹⁴.

Por essa nova forma de percepção da realidade, constatou-se que é até mesmo previsível¹⁹⁵ que tomemos decisões equivocadas, o que se estende aos agentes econômicos e, para o que interessa a esse trabalho, suas decisões que envolvam a atividade empresarial.

A nova economia institucional¹⁹⁶, conforme mencionado, abrangeu temas como a limitação de racionalidade e o oportunismo, adicionando ao debate nas análises econômicas fatores que eram ignorados na economia neoclássica¹⁹⁷. Estas noções foram aprofundadas pela economia comportamental, vertente relativamente nova dos estudos econômicos¹⁹⁸, a qual surgiu como uma alternativa à estaticidade e à mecanicística do pensamento econômico tradicional.

Sontheimer explica que os principais fatores que distinguem a economia comportamental da economia neoclássica são¹⁹⁹: (i) o comprometimento com a pesquisa

BERGERON, Henri; CASTEL, Patrick; QUELLIER, Sophie; LAZARUS, Jeanne; NOUGUEZ, Étienne; PILMIS, Olivier. **Le biais comportementaliste**. Paris: Presses de Sciences Po, 2018, p. 15-16.

¹⁹³ BERGERON, Henri; CASTEL, Patrick; QUELLIER, Sophie; LAZARUS, Jeanne; NOUGUEZ, Étienne; PILMIS, Olivier. **Le biais comportementaliste**. Paris: Presses de Sciences Po, 2018, p. 13.

¹⁹⁴ JOLLS, Christine; SUNSTEIN, Cass R.; THALER, Richard H. A Behavioral Approach to Law and Economics. SUNSTEIN, Cass R.; THALER, Richard H. (orgs.). **Behavioral Law & Economics**. New York: Cambridge Press, 2007, p. 14.

¹⁹⁵ ARIELI, Dan. **Previsivelmente Irracional**. Tradução de Jussara Simões. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008.

¹⁹⁶ DEQUECH, D. Bounded Rationality, Institutions, and Uncertainty. **Journal of Economic Issues**, 2001, 35(4): 911-929, p. 911 e 912.

¹⁹⁷ SERVET, Jean-Michel. **L'Économie Comportementale en Question**. Paris: Charles Léopold Mayer Éditions, 2018, p. 23.

¹⁹⁸ HEUKELOM, Floris. **Behavioral Economics: a history**. Cambridge: Cambridge University Press, 2014, p. 4.

¹⁹⁹ SONTHEIMER, Kevin. Behavioral Versus Neoclassical Economics: paradigma shift or generalization? ALTMAN, Morris (coord). **Handbook of Contemporary Behavioral Economics: foundations and developments**. New York: M.E. Sharpe, 2006, p. 237.

empírica; (ii) a insistência em manter uma relação próxima entre os fatos e a teoria econômica e; (iii) o foco na racionalidade procedimental ao invés de ser na racionalidade substantiva.

Um dos principais teóricos usualmente referido como expoente da economia comportamental é Herbert Simon²⁰⁰, criador da denominação da supracitada vertente²⁰¹. O mencionado autor pauta sua obra na incapacidade de o economista lidar com os problemas do mundo real, longe de modelos ideais²⁰², criticando o fato da economia não aceitar aprimoramentos na compreensão das condutas humanas como ótimas e infalíveis²⁰³.

Simon foi o primeiro economista a trabalhar com a noção de limitação de racionalidade²⁰⁴, expondo que, na prática, as escolhas precisam ser feitas em meio a recursos cognitivos limitados²⁰⁵. O autor estudou os processos de tomadas de decisões

²⁰⁰ SERVET, Jean-Michel. **L'Économie Comportementale en Question**. Paris: Charles Léopold Mayer Éditions, 2018, p. 14. Os seguintes economistas o referenciam como pertencente à Economia comportamental: SERVET, Jean-Michel. **L'Économie Comportementale en Question**. Paris: Charles Léopold Mayer Éditions, 2018, p. 14-15; EARL, Peter E. **Behavioural Economics**. Vol. 1. Bath: Edward Elgar Publishing Limited, 1988, p.3-4. Em sentido contrário, HEUKELOM afirma que a economia comportamental surgiu apenas a partir das contribuições de Kahneman e Tversky na década de 1980 como será melhor descrito a seguir. HEUKELOM, Floris. **Behavioral Economics: a history**. Cambridge: Cambridge University Press, 2014, p. 6. Para Servet, a Economia comportamental teve origem com as publicações de John Broadus Watson a respeito dos efeitos decorrentes a estímulos, vide SERVET, Jean-Michel. **L'Économie Comportementale en Question**. Paris: Charles Léopold Mayer Éditions, 2018, p. 14.

²⁰¹ HEUKELOM, Floris. **Behavioral Economics: a history**. Cambridge: Cambridge University Press, 2014, p. 4.

²⁰² JOLLS, Christine; SUNSTEIN, Cass R.; THALER, Richard H. A Behavioral Approach to Law and Economics. In: SUNSTEIN, Cass R. (org.) **Behavioral Law & Economics**. New York: Cambridge Press, 2007, p. 14.

²⁰³ HEUKELOM, Floris. **Behavioral Economics: a history**. Cambridge: Cambridge University Press, 2014, p. 127.

²⁰⁴ JOLLS, Christine; SUNSTEIN, Cass R.; THALER, Richard H. A Behavioral Approach to Law and Economics. In: SUNSTEIN, Cass R. (org.) **Behavioral Law & Economics**. New York: Cambridge Press, 2007, p. 14. No mesmo sentido: DEQUECH, D. Bounded Rationality, Institutions, and Uncertainty. **Journal of Economic Issues**, 2001, 35(4): 911-929, p. 915; AUMANN, Robert. Rationality and Bounded Rationality. In: EARL, Peter E. (edit.). **The Legacy of Herbert Simon in Economic Analysis**. Vol. 1. Northampton: Edward Elgar Publishing, 2001, p. 200 e RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. Racionalidade Limitada. In: RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; KLEIN, Vinícius. **O que é Análise Econômica do Direito: uma introdução**. Belo Horizonte: Fórum, 2011, p. 66.

²⁰⁵ RIESKAMP, Jorg; HERTWIG, Ralph; TODD, Peter M. Bounded Rationality: two interpretations from psychology. In: ALTMAN, Morris (coord). **Handbook of Contemporary Behavioral Economics: foundations and developments**. New York: M.E. Sharpe, 2006, p. 218.

nas organizações, diferenciando-se da maior parte dos economistas comportamentais que priorizam a análise individual (individualismo metodológico) ao invés da coletiva²⁰⁶.

Simon trouxe os alicerces para que a economia comportamental fosse considerada uma alternativa à escola neoclássica da economia²⁰⁷, sobretudo ao relativizar o postulado de que o ser humano é ilimitadamente racional em suas escolhas, incluindo nas análises econômicas aspectos ligados à psicologia²⁰⁸ e que demonstram a falibilidade da racionalidade humana. Enquanto o economista tradicionalmente se restringe a observar, os psicólogos recorrem à experimentação²⁰⁹.

Para Simon, as teorias econômicas neoclássicas falhavam ao deixar de analisar os aspectos psicológicos que são peculiares a cada sujeito²¹⁰. O sujeito não é neutro nem suficientemente racional para conseguir se isolar de todo o contexto que o envolve ao tomar as decisões²¹¹.

Observe-se que o reconhecimento da limitação de racionalidade não significa que o ser humano não seja racional ou que todas as suas escolhas sejam falhas, mas, tão simplesmente, que as escolhas não são sempre as ideais como se pressupunha na economia neoclássica e, em parte, na nova economia institucional, especialmente em sua vertente de análise do ambiente institucional e sua perspectiva mecanicista a respeito das normas aptas a coibir ou a estimular condutas. Simon asseverou que o comportamento humano é “intencionalmente racional, mas apenas limitadamente racional [na prática]”²¹².

²⁰⁶ SERVET, Jean-Michel. **L'Économie Comportementale en Question**. Paris: Charles Léopold Mayer Éditions, 2018, p. 14.

²⁰⁷ HEUKELOM, Floris. **Behavioral Economics: a history**. Cambridge: Cambridge University Press, 2014, p. 4.

²⁰⁸ HEUKELOM, Floris. **Behavioral Economics: a history**. Cambridge: Cambridge University Press, 2014, p. 4-5. No mesmo sentido SERVET, Jean-Michel. **L'Économie Comportementale en Question**. Paris: Charles Léopold Mayer Éditions, 2018, p. 14.

²⁰⁹ SERRA, Daniel. **Économie Comportementale**. Paris: Economica, 2017, p. 9.

²¹⁰ SIMON, Herbert A. **Models of Man. Social and Rational**. New York: John Wiley & Sons, Inc., 1956, p. 197. No mesmo sentido: LOASBY, Brian J. Herbert Simon's Human Rationality. In: EARL, Peter E. (edit.). **The Legacy of Herbert Simon in Economic Analysis**. Vol. 1. Northampton: Edward Elgar Publishing, 2001, p. 431.

²¹¹ SERVET, Jean-Michel. **L'Économie Comportementale en Question**. Paris: Charles Léopold Mayer Éditions, 2018, p. 28.

²¹² Tradução livre: “intendly rational, but only limitedly so”. (SIMON, Herbert. **Administrative Behaviour**. 2ª edição. New York: Macmillan, 1957, p. xxiv).

A contribuição de Simon abalou os pilares do pensamento econômico neoclássico, já que mais do que apontar que o ser humano não é perfeito em todas as suas escolhas, rompeu um modo de se fazer ciência e de se compreender a economia, vez que se o sujeito não é tão racional como se pensava, os próprios modelos econômicos ficaram defasados²¹³.

Ademais, ao trocar a racionalidade absoluta pela limitação de racionalidade como fundamento teórico, a própria economia teve que lidar com mais complexidade²¹⁴, ganhando realismo e perdendo certezas²¹⁵. O ponto crucial no que se refere às teorias do comportamento se tornou o como modelar o impacto das incertezas no agir do ser humano²¹⁶.

A partir da obra de Simon e do reconhecimento de que o ser humano é limitadamente racional, a análise acerca do processo de escolha se tornou importante para a economia²¹⁷, vez que os resultados não necessariamente virão da vontade maximizadora racional do agente²¹⁸. Simon, aliás, também foi pioneiro ao relativizar a ideia de que o sujeito sempre atua no sentido da maximização, apontando que, em verdade, as decisões ocorrem quando o indivíduo considera que a alternativa por ele escolhida é satisfatória²¹⁹ e não necessariamente o satisfatório será equivalente da maximização.

²¹³ LOASBY, Brian J. Herbert Simon's Human Rationality. In: EARL, Peter E. (edit.). **The Legacy of Herbert Simon in Economic Analysis**. Vol. 1. Northampton: Edward Elgar Publishing, 2001, p. 431-432.

²¹⁴ LOASBY, Brian J. Herbert Simon's Human Rationality. In: EARL, Peter E. (edit.). **The Legacy of Herbert Simon in Economic Analysis**. Vol. 1. Northampton: Edward Elgar Publishing, 2001, p. 438.

²¹⁵ LOASBY, Brian J. Herbert Simon's Human Rationality. In: EARL, Peter E. (edit.). **The Legacy of Herbert Simon in Economic Analysis**. Vol. 1. Northampton: Edward Elgar Publishing, 2001, p. 438.

²¹⁶ BIANCHI, Mariana. The unsatisfactoriness of satisficing: from bounded rationality to innovative rationality. LOASBY, Brian J. Herbert Simon's Human Rationality. In: EARL, Peter E. (edit.). **The Legacy of Herbert Simon in Economic Analysis**. Vol. 1. Northampton: Edward Elgar Publishing, 2001, p. 441.

²¹⁷ BIANCHI, Mariana. The unsatisfactoriness of satisficing: from bounded rationality to innovative rationality. LOASBY, Brian J. Herbert Simon's Human Rationality. In: EARL, Peter E. (edit.). **The Legacy of Herbert Simon in Economic Analysis**. Vol. 1. Northampton: Edward Elgar Publishing, 2001, p. 451/.

²¹⁸ Acerca do tema, profunda é a análise feita em AUMANN, Robert. Rationality and Bounded Rationality. In: EARL, Peter E. (edit.). **The Legacy of Herbert Simon in Economic Analysis**. Vol. 1. Northampton: Edward Elgar Publishing, 2001, p. 199-211.

²¹⁹ BERGERON, Henri; CASTEL, Patrick; QUELLIER, Sophie; LAZARUS, Jeanne; NOUGUEZ, Étienne; PILMIS, Olivier. **Le biais comportementaliste**. Paris: Presses de Sciences Po, 2018, p. 34

Simon ajudou a fixar importante marco para a economia comportamental, aproximando a psicologia e a economia, fator este que é apontado como a grande contribuição dessa vertente²²⁰. Ao aproximar os estudos da psicologia dos econômicos, esta vertente foi precursora ao demonstrar que as imperfeições do mercado são também causadas pela falibilidade do comportamento humano²²¹ e não apenas decorrência de falhas concorrenciais.

A respeito desta aproximação, marcante foi a posterior contribuição dos psicólogos Daniel Kahneman e Amos Tversky²²² para o desenvolvimento da economia comportamental, a ponto de se dividir a referida vertente em antes e depois da contribuição dos referidos psicólogos²²³.

Kahneman e Tversky publicaram o artigo *Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases* no qual expuseram os chamados atalhos simplificadores do pensamento intuitivo e explicaram vieses como efeitos dessas heurísticas²²⁴. Os autores, tal qual Simon, pautaram suas análises na compreensão da limitação de racionalidade humana²²⁵ e desenvolveram suas teorias em como o ser humano desvia daquilo que é correto ou verdadeiro em muitos de seus processos decisórios²²⁶.

Os mencionados psicólogos não propugnaram pela necessidade de a economia abandonar completamente as teorias pautadas na racionalidade e na

²²⁰ CAMERER, C.; LOWENSTEIN, G. Behavioral Economics: past, present, future. In: CAMERER, C; LOEWENSTEIN, G.; RABIN, M. (orgs.). **Advances in Behavioral Economics**. New Jersey: Princeton University Press, p. 3, p. 3-52.

²²¹ HEUKELOM, Floris. **Behavioral Economics: a history**. Cambridge: Cambridge University Press, 2014, p.1.

²²² HEUKELOM, Floris. **Behavioral Economics: a history**. Cambridge: Cambridge University Press, 2014, p. 1.

²²³ HEUKELOM, Floris. **Behavioral Economics: a history**. Cambridge: Cambridge University Press, 2014, p. 6. Também neste sentido BERGERON, Henri; CASTEL, Patrick; QUELLIER, Sophie; LAZARUS, Jeanne; NOUGUEZ, Étienne; PILMIS, Olivier. **Le biais comportementaliste**. Paris: Presses de Sciences Po, 2018, p. 21. Igualmente, DHAMI, Sanjit. **The foundations of behavioral economic analysis**. Oxford: Oxford University Press, 2016, p. 26.

²²⁴ DHAMI, Sanjit. **The foundations of behavioral economic analysis**. Oxford: Oxford University Press, 2016, p. 1342. Também se encontra a referência em KAHNEMAN, Daniel. **Rápido e Devagar: duas formas de pensar**. Rio de Janeiro: Objetiva, 2012, p. 15-16. O texto original se encontra no apêndice do referido livro de Kahneman nas páginas 524-539.

²²⁵ VANE, Howard; MULHEARN, Chris. **James M. Buchanan, Gary S. Becker, Daniel Kahneman and Vernon L. Smith**. Northampton: Edward Elgar Publishing Inc, 2012, p. 295.

²²⁶ HEUKELOM, Floris. **Behavioral Economics: a history**. Cambridge: Cambridge University Press, 2014, p. 107.

otimização, sugerindo, ao revés, o aperfeiçoamento da análise econômica com a inserção de novos elementos provenientes da psicologia²²⁷.

No supracitado artigo, os autores identificaram uma série de heurísticas comumente utilizadas pelos indivíduos para simplificar decisões complexas, de modo que, por vezes, elas conduzem a decisões corretas, mas, em muitas oportunidades conduzem a erros sistemáticos (vieses) e previsíveis²²⁸.

Rieskamp, Hertwig e Todd afirmam que as noções de heurísticas e vieses são as mais influenciadoras no âmbito da racionalidade humana, dos julgamentos e das decisões tomadas nas últimas décadas²²⁹.

As heurísticas são atalhos mentais que o ser humano adota quando é exposto a um problema²³⁰. A função da heurística é a de simplificar e reorganizar o problema decisório, de modo a ficar manejável por parte de um tomador de decisões²³¹. Thaler e Sunstein explicam que a heurística ajuda a compreender e explicar as condutas humanas em situações que envolvam riscos²³², destacando sua importância para aquilatar como pode influenciar (*nudge*) a preparação e a resposta dos agentes econômicos a crises e a escolhas negociais²³³. Nessa possibilidade de a heurística influenciar comportamentos

²²⁷ HEUKELOM, Floris. **Behavioral Economics**: a history. Cambridge: Cambridge University Press, 2014, p. 127.

²²⁸ VANE, Howard; MULHEARN, Chris. **James M. Buchanan, Gary S. Becker, Daniel Kahneman and Vernon L. Smith**. Northampton: Edward Elgar Publishing Inc, 2012, p. 296. No mesmo sentido: RIESKAMP, Jorg; HERTWIG, Ralph; TODD, Peter M. Bounded Rationality: two interpretations from psychology. In: ALTMAN, Morris (coord). **Handbook of Contemporary Behavioral Economics**: foundations and developments. New York: M.E. Sharpe, 2006, p. 230-231 e SUNSTEIN, Cass. Introduction. In: SUNSTEIN, Cass R. (org.). **Behavioral Law & Economics**. New York: Cambridge Press, 2007, p. 3.

²²⁹ RIESKAMP, Jorg; HERTWIG, Ralph; TODD, Peter M. Bounded Rationality: two interpretations from psychology. In: ALTMAN, Morris (coord). **Handbook of Contemporary Behavioral Economics**: foundations and developments. New York: M.E. Sharpe, 2006, p. 219.

²³⁰ AVILA, Marcos Gonçalves ; FARIAS, Paula Fogacci de. A Heurística do Afeto e o Conceito de "Avaliabilidade": Experimentos no Contexto Brasileiro. **Revista Brasileira de Marketing – REMark**, São Paulo, v. 12, n. 2, p. 29-48, abr/jun de 2013, p. 32.

²³¹ HEUKELOM, Floris. **Behavioral Economics**: a history. Cambridge: Cambridge University Press, 2014, p. 117.

²³² THALER, Richard; SUNSTEIN, Cass. **NUDGE**: improving decisions about health, wealth and happiness. London: Penguin Books, 2009, p. 28.

²³³ THALER, Richard; SUNSTEIN, Cass. **NUDGE**: improving decisions about health, wealth and happiness. London: Penguin Books, 2009, p. 28.

se encontra um elemento chave para a psicologia, de que se vale a economia comportamental²³⁴.

A complexidade da vida e a quantidade de compromissos faz com que as pessoas não tenham tempo (nem interesse) em pensar e analisar profundamente antes de tomar cada decisão²³⁵. Assim, as pessoas se utilizam de tais atalhos (heurísticas) para poder decidir. As principais heurísticas indicadas por Kahneman e Tversky são: (i) heurística da disponibilidade, (ii) heurística da ancoragem e (iii) heurística da representatividade²³⁶.

A heurística da disponibilidade é aquela que se relaciona ao fato de que muitas decisões são tomadas pelo atalho de vir ou não facilmente à mente da pessoa a ocorrência de um fato anterior que se relacione ao que é analisado²³⁷. Assim, as escolhas são frequentemente baseadas em quão fácil se torna possível pensar em eventos relevantes²³⁸, o que, não raramente, leva a decisões equivocadas, já que, por exemplo, a lembrança de eventos recentes impacta na conduta humana mais do que a existência de acontecimentos antigos²³⁹.

Entender a predisposição dos agentes econômicos (i) a certas condutas, (ii) a pressupor certas informações e (iii) a não tomar determinadas cautelas, pode ser explicado a partir da heurística da disponibilidade. Afinal, a lembrança de algum evento recente ou marcante tende a influenciar na cognição do tomador de decisão, podendo levá-lo ao erro.

A segunda heurística mencionada por Kahneman e Tversky é a da ancoragem. Ela se refere à constatação de que as pessoas tendem a decidir com base em um valor inicial (âncora) que não necessariamente trará um discernimento correto para a análise

²³⁴ SERRA, Daniel. **Économie Comportementale**. Paris: Economica, 2017, p. 9-10.

²³⁵ THALER, Richard; SUNSTEIN, Cass. **NUDGE: improving decisions about health, wealth and happiness**. London: Penguin Books, 2009, p. 24.

²³⁶ THALER, Richard; SUNSTEIN, Cass. **NUDGE: improving decisions about health, wealth and happiness**. London: Penguin Books, 2009, p. 22-25.

²³⁷ KAHNEMAN, Daniel. **Rápido e Devagar: duas formas de pensar**. Rio de Janeiro: Objetiva, 2012, p. 166.

²³⁸ KURAN, Timur; SUNSTEIN, Cass R. Controlling Availability Cascades. In: SUNSTEIN, Cass R. (org.) **Behavioral Law & Economics**. New York: Cambridge Press, 2007, p. 374.

²³⁹ THALER, Richard; SUNSTEIN, Cass. **NUDGE: improving decisions about health, wealth and happiness**. London: Penguin Books, 2009, p. 28.

que será realizada²⁴⁰. Thaler e Sunstein explicam que a ancoragem ocorre quando o tomador de decisão inicia a interpretação com alguma referência (âncora) e a ajusta na direção que o agente considera apropriada²⁴¹, conduzindo a uma decisão, não raramente, equivocada.

Kahneman explica que a ancoragem acontece quando “as pessoas consideram um valor particular para uma quantidade desconhecida antes de estimar essa quantidade”²⁴². Trata-se do valor de referência e sua influência sobre a tomada de decisão do agente. Para Thaler e Sunstein, as âncoras podem servir como incentivo necessário para que uma determinada decisão seja tomada²⁴³. A ancoragem demonstra que as escolhas dos agentes não são indiferentes aos contextos em que se apresentam²⁴⁴, afastando-se da ideia maximizadora pura não influenciável por outros critérios que a busca pelo resultado mais eficiente.

A heurística de representatividade, por sua vez, refere-se à simplificação do raciocínio do agente ao optar por algo a partir de semelhanças que o tomador da decisão verifica em objetos, eventos ou processos²⁴⁵ que não necessariamente são adequados ou mesmo condizentes com a situação analisada no momento²⁴⁶. Trata-se de decisões tomadas a partir da similaridade encontrada²⁴⁷. A título exemplificativo, estereótipos como um escritório bonito de uma empresa com itens luxuosos podem levar a pessoa a, mesmo

²⁴⁰ SUNSTEIN, Cass. Introduction. In: SUNSTEIN, Cass R. (org.). **Behavioral Law & Economics**. New York: Cambridge Press, 2007, p. 5.

²⁴¹ THALER, Richard; SUNSTEIN, Cass. **NUDGE: improving decisions about health, wealth and happiness**. London: Penguin Books, 2009, p. 25-26.

²⁴² KAHNEMAN, Daniel. **Rápido e Devagar: duas formas de pensar**. Rio de Janeiro: Objetiva, 2012, p. 152.

²⁴³ THALER, Richard; SUNSTEIN, Cass. **NUDGE: improving decisions about health, wealth and happiness**. London: Penguin Books, 2009, p. 26.

²⁴⁴ ZAMIR, Eyal; TEICHMAN, Doron. **Behavioral Law and Economics**. Oxford: Oxford University Press, 2018, p. 76

²⁴⁵ VANE, Howard; MULHEARN, Chris. **James M. Buchanan, Gary S. Becker, Daniel Kahneman and Vernon L. Smith**. Northampton: Edward Elgar Publishing Inc, 2012, p. 296.

²⁴⁶ A respeito do tema, cita-se SUNSTEIN, Cass; MARGALIT, Edna Ullman. Second-Order Decisions. In: SUNSTEIN, Cass R. (org.). **Behavioral Law & Economics**. New York: Cambridge Press, 2007, p. 187-208.

²⁴⁷ THALER, Richard; SUNSTEIN, Cass. **NUDGE: improving decisions about health, wealth and happiness**. London: Penguin Books, 2009, p. 29.

sem informações detalhadas, acreditar que se trata de um lugar em que encontrará uma ótima prestação de serviços e bons resultados econômicos.

As heurísticas, como atalhos mentais, evidenciam que as decisões humanas não são tão racionais ou perfeitas como esperavam os pensadores da economia neoclássica, acarretando, por vezes, em erros na escolha do sujeito²⁴⁸. Também vão além da análise neoinstitucionalista, evidenciando fatores que prejudicam a racionalidade plena.

Kahneman explica que os vieses são os erros sistemáticos cometidos pelos seres humanos nas tomadas de decisões²⁴⁹, os quais são favorecidos quando uma heurística é tomada. O mencionado psicólogo e Tversky foram os primeiros a identificar que os atalhos simplificadores utilizados pelas pessoas podem levar a esses erros sistemáticos (vieses)²⁵⁰.

Com base na obra de Kahneman e Tversky, Sunstein classifica os vieses em quatro categorias: viés de aversão ao extremo, viés de retrospectiva, viés de otimismo e viés do *status quo*²⁵¹.

A aversão ao extremo indica que as pessoas tendem a optar por alternativas que não sejam as mais radicais²⁵². Trata-se do chamado efeito do compromisso e se refere ao fato de que a pessoa tende a considerar uma alternativa como a melhor opção quando a percebe como uma alternativa intermediária²⁵³. Este viés de aversão ao extremo rompe um postulado da economia neoclássica de que as alternativas não escolhidas são irrelevantes²⁵⁴.

²⁴⁸ HEUKELOM, Floris. **Behavioral Economics**: a history. Cambridge: Cambridge University Press, 2014, p. 98.

²⁴⁹ KAHNEMAN, Daniel. **Rápido e Devagar**: duas formas de pensar. Rio de Janeiro: Objetiva, 2012, p. 10.

²⁵⁰ THALER, Richard; SUNSTEIN, Cass. **NUDGE**: improving decisions about health, wealth and happiness. London: Penguin Books, 2009, p. 25.

²⁵¹ SUNSTEIN, Cass. Introduction. In: SUNSTEIN, Cass R. (org.). **Behavioral Law & Economics**. New York: Cambridge Press, 2007, p. 4-5.

²⁵² SUNSTEIN, Cass. Introduction. In: SUNSTEIN, Cass R. (org.). **Behavioral Law & Economics**. New York: Cambridge Press, 2007, p. 3.

²⁵³ KELMAN, Mark; ROTTENSTREICH, Yuval; TVERSKY, Amos. Context-Dependence in Legal Decision Making. In: SUNSTEIN, Cass R. (org.). **Behavioral Law & Economics**. New York: Cambridge Press, 2007, p. 61.

²⁵⁴ SUNSTEIN, Cass. Introduction. In: SUNSTEIN, Cass R. (org.). **Behavioral Law & Economics**. New York: Cambridge Press, 2007. p. 3-4.

Uma consequência decorrente do viés da aversão ao extremo é o chamado efeito contraste²⁵⁵, o qual ocorre quando uma mesma opção é avaliada mais favoravelmente na presença de opções claramente inferiores²⁵⁶. Para a economia comportamental, as alternativas (e não somente a melhor opção) são importantes, vez que influenciam na escolha que o agente tomará²⁵⁷.

O viés da retrospectiva é conduzido pela máxima de que saber como a história termina tende a transmitir que os resultados eram inevitáveis e que a percepção do que ocorreria era óbvia, distorcendo a percepção acerca do que poderia ou não ter sido previsto à época dos fatos²⁵⁸. Para Kahneman, uma limitação da mente humana está na reconstrução de estados passados de conhecimento depois que já houve o resultado²⁵⁹.

O viés do excessivo otimismo se refere à crença de que os riscos são menos materializáveis para a própria pessoa do que para as outras²⁶⁰. Tal viés é representado pela tendência de a pessoa superestimar sua capacidade ou qualidades²⁶¹ e resulta em falsas representações da realidade, inclusive quando se considera a decisão empresarial de alterar o porte da empresa ou da sua produção.

²⁵⁵ KELMAN, Mark; ROTTENSTREICH, Yuval; TVERSKY, Amos. Context-Dependence in Legal Decision Making. In: SUNSTEIN, Cass R. (org.). **Behavioral Law & Economics**. New York: Cambridge Press, 2007, p. 61.

²⁵⁶ KELMAN, Mark; ROTTENSTREICH, Yuval; TVERSKY, Amos. Context-Dependence in Legal Decision Making. In: SUNSTEIN, Cass R. (org.). **Behavioral Law & Economics**. New York: Cambridge Press, 2007, p. 61.

²⁵⁷ KELMAN, Mark; ROTTENSTREICH, Yuval; TVERSKY, Amos. Context-Dependence in Legal Decision Making. In: SUNSTEIN, Cass R. (org.). **Behavioral Law & Economics**. New York: Cambridge Press, 2007, p. 61-76.

²⁵⁸ RACHLINSKI, Jeffrey J. A Positive Psychological Theory of Judging in Hindsight. In: SUNSTEIN, Cass R. (org.). **Behavioral Law & Economics**. New York: Cambridge Press, 2007, p. 95.

²⁵⁹ KAHNEMAN, Daniel. **Rápido e Devagar**: duas formas de pensar. Rio de Janeiro: Objetiva, 2012, p. 253.

²⁶⁰ SUNSTEIN, Cass. Introduction. In: SUNSTEIN, Cass R. (org.). **Behavioral Law & Economics**. New York: Cambridge Press, 2007, p. 4. No mesmo sentido: FORGIONI, Paula Andrea. **Contratos Empresariais**: teoria geral e aplicação. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2015, p. 104.

²⁶¹ LANGEVOORT, Donald C. Organized Illusions: A Behavioral Theory of Why Corporations Mislead Stock Market Investors (and Cause Other Social Harms). In: SUNSTEIN, Cass R. (org.). **Behavioral Law & Economics**. New York: Cambridge Press, 2007, p. 149.

O quarto e último viés é o do *status quo*, representativo do fato de que as pessoas tendem a gostar da forma como as coisas estão e é elevado o ônus de se retirar a pessoa deste estado²⁶².

Os vieses reforçam que as escolhas humanas não são perfeitas ou plenamente racionais, o que se estende aos contratos e às condutas dos agentes econômicos²⁶³. O que busca a economia comportamental é aperfeiçoar a compreensão do comportamento humano a partir da apreciação de como as pessoas sistematicamente se equivocam em suas interpretações²⁶⁴, o que é feito a partir de uma análise atrelada ao comportamento humano real.

A economia comportamental não divide o comportamento em racional e irracional, como se extremos fossem e pudessem dar conta da compreensão da realidade²⁶⁵. No mesmo sentido, reitera-se, a economia comportamental não sustenta que as decisões humanas são sempre equivocadas ou irracionais.

A vertente comportamentalista explica que há dois sistemas de pensamento (sistemas cognitivos): um que é intuitivo e automático, outro que é reflexivo e racional²⁶⁶. O sistema automático é rápido e não envolve uma reflexão do tomador de decisão²⁶⁷, tratando-se das decisões instintivas, caracterizadas por elementos como a inexistência de esforço, associação com algo e rapidez²⁶⁸.

²⁶² SUNSTEIN, Cass. Introduction. In: SUNSTEIN, Cass R. (org.). **Behavioral Law & Economics**. New York: Cambridge Press, 2007. p. 3-4.

²⁶³ KOROBKIN, Russel. Behavioral Economics, Contract Formation, and Contract Law. In: SUNSTEIN, Cass R. (org.) **Behavioral Law & Economics**. New York: Cambridge Press, 2007, p. 118.

²⁶⁴ THALER, Richard; SUNSTEIN, Cass. **NUDGE: improving decisions about health, wealth and happiness**. London: Penguin Books, 2009, p. 21.

²⁶⁵ ALBANESE, Paul. Inside Economic Man: behavioral economics and consumer behavior. In: ALTMAN, Morris (coord.). **Handbook of Contemporary Behavioral Economics: foundations and developments**. New York: M.E. Sharpe, 2006, p. 17.

²⁶⁶ THALER, Richard; SUNSTEIN, Cass. **NUDGE: improving decisions about health, wealth and happiness**. London: Penguin Books, 2009, p. 21. Também, SERRA, Daniel. **Économie Comportementale**. Paris: Economica, 2017, p. 22.23 e KAHNEMAN, Daniel. **Rápido e Devagar: duas formas de pensar**. Rio de Janeiro: Objetiva, 2012, p. 27-126.

²⁶⁷ THALER, Richard; SUNSTEIN, Cass. **NUDGE: improving decisions about health, wealth and happiness**. London: Penguin Books, 2009, p. 21. A respeito da explicação sobre o funcionamento do sistema ver BERGERON, Henri; CASTEL, Patrick; QUELLIER, Sophie; LAZARUS, Jeanne; NOUGUEZ, Étienne; PILMIS, Olivier. **Le biais comportementaliste**. Paris: Presses de Sciences Po, 2018, p. 22-23.

²⁶⁸ THALER, Richard; SUNSTEIN, Cass. **NUDGE: improving decisions about health, wealth and happiness**. London: Penguin Books, 2009, p. 22.

Por outro lado, o sistema reflexivo é caracterizado pelo esforço, dedução e por ser mais lento, já que exige um processo de tomada de decisão mais elaborado²⁶⁹. As heurísticas e os vieses são reflexos da interação entre os sistemas automático e reflexivo²⁷⁰.

Finalmente, a noção de *nudge* é fundamental para os estudos comportamentalistas, representando os diferentes estímulos que podem ser conferidos para incentivar que determinadas condutas sejam adotadas ao invés de outras²⁷¹. São mecanismos não coercitivos, mas que buscam estimular ou desestimular comportamentos.

A título meramente ilustrativo, menciona-se que a economia comportamental vem se expandindo não apenas academicamente (desde 1980 há bastante produção científica na área²⁷²), como também nas decisões políticas ligadas à Economia, vide os trabalhos realizados por Richard Thaler no governo do Primeiro Ministro David Cameron no Reino Unido²⁷³, por Cass Sunstein durante o mandato do Presidente Barack Obama nos Estados Unidos da América²⁷⁴ e por Jean Michel Blanquer durante o governo de Emmanuel Macron na França²⁷⁵.

²⁶⁹ THALER, Richard; SUNSTEIN, Cass. **NUDGE: improving decisions about health, wealth and happiness**. London: Penguin Books, 2009, p. 21.

²⁷⁰ THALER, Richard; SUNSTEIN, Cass. **NUDGE: improving decisions about health, wealth and happiness**. London: Penguin Books, 2009, p. 25. No mesmo sentido: HEUKELOM, Floris. **Behavioral Economics: a history**. Cambridge: Cambridge University Press, 2014, p. 176.

²⁷¹ ZAMIR, Eyal; TEICHMAN, Doron. **Behavioral Law and Economics**. Oxford: Oxford University Press, 2018, p. 178-179.

²⁷² A respeito: HEUKELOM, Floris. **Behavioral Economics: a history**. Cambridge: Cambridge University Press, 2014, p. 173-192. Também SERVET, Jean-Michel. **L'Économie Comportementale en Question**. Paris: Charles Léopold Mayer Éditions, 2018, p. 27-72 e p.115-158.

²⁷³ BERGERON, Henri; CASTEL, Patrick; QUELLIER, Sophie; LAZARUS, Jeanne; NOUGUEZ, Étienne; PILMIS, Olivier. **Le biais comportementaliste**. Paris: Presses de Sciences Po, 2018, p. 7.

²⁷⁴ SERVET, Jean-Michel. **L'Économie Comportementale en Question**. Paris: Charles Léopold Mayer Éditions, 2018, p. 38.

²⁷⁵ BERGERON, Henri; CASTEL, Patrick; QUELLIER, Sophie; LAZARUS, Jeanne; NOUGUEZ, Étienne; PILMIS, Olivier. **Le biais comportementaliste**. Paris: Presses de Sciences Po, 2018, p. 7-8.

1.3 BASES PARA A APLICAÇÃO DA ECONOMIA COMPORTAMENTAL AOS ESTUDOS DAS COMPRA E VENDA DE EMPRESAS

Compreendidos os fundamentos que pautam as construções teóricas da nova economia institucional e da economia comportamental, para que seja possível uma proposta de aplicação desta última, tornam-se essenciais ponderações sobre as teorias estudadas e a tomada de decisão empresarial.

As principais ferramentas tratadas nos dois subcapítulos antecedentes foram: (i) custos de transação (NEI); (ii) especificidade do ativo (NEI); (iii) estruturas de governança (NEI); (iv) instituições (NEI); (v) racionalidade limitada do sujeito (NEI e EC); (vi) heurísticas (EC); (vii) vieses (EC) e (viii) *nudges* (EC).

Com efeito, a identificação dos fatores que levam à formação ou ao crescimento de uma empresa e suas respectivas consequências não se restringe aos trabalhos na área econômica. A literatura jurídica nacional²⁷⁶ e estrangeira²⁷⁷ também busca explicar que são variadas as motivações que levam uma empresa a se reorganizar, não excepcionalmente fazendo uso de algumas das ferramentas da nova economia institucional que foram mencionadas anteriormente, tais como a limitação de

²⁷⁶ Salomão Filho, por exemplo, aplica diretamente postulados na nova economia institucional na análise do mercado em SALOMÃO FILHO, Calixto. **Regulação e Concorrência (estudos e pareceres)**. São Paulo: Malheiros, 2002, p. 58-59. De maneira implícita se verifica também a adoção de ferramentas da NEI por BOTREL, Sérgio. **Fusões e Aquisições**. 4ª ed. São Paulo: Saraiva, 2016, p. 21-30 e MUNIZ, Ian. **Fusões e Aquisições: aspectos fiscais e societários**. 2ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 27-29. Paula Forgioni elenca que os motivos para a concentração englobam o arrefecimento da concorrência entre os agentes econômicos, o desejo de assumir patentes e direitos de propriedade intelectual, economias de escala e melhor aproveitamento dos recursos disponíveis, entrada do agente econômico em um novo mercado, preservação das atividades e economia tributária. FORGIONI, Paula. **Fundamentos do Antitruste**. 7ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2014, p. 406-408. Referida autora também se utiliza de fundamentos de neoinstitucionalistas como Coase e Williamson.

²⁷⁷ Cf. MASQUELIER, Frédéric; KERGUNIC, Nicolas Simon de; BRANCALEONI, Emmanuel; CALLÈDE, Pierre. **Transmission et cession d'entreprise: préparation, modalités, aides**. 5ª ed. Paris: Éditions Delmas, 2008, p. 18; RAYNAUD, Benoît. **Droit de l'ingénierie sociétaire**. Paris: Lextenso éditions, 2014, P. 21-74; DUNNE, Patrick. Strategy. In: DUNNE, Patrick (coord.). **Company Acquisitions Handbook**. 10ª ed. Kent: Bloomsbury Professional, 2011, p. 10-11; HAUCAP, Justus. Bounded Rationality and competition policy. In: DREXL, Josef; KERBER, Wolfgang; PODSZUN, Rupprecht (eds.). **Competition Policy and the Economic Approach: foundations and limitations**. Northampton: Edward Elgar, 2011, p.218.

racionalidade²⁷⁸, o oportunismo²⁷⁹, os custos de transação²⁸⁰, a assimetria informacional²⁸¹ e a especialização do ativo²⁸².

No âmbito nacional, a título exemplificativo, Muniz destaca que algumas das principais razões que conduzem a uma operação de compra e venda de empresa são o foco no *core business*, a terceirização de atividades industriais e a separação de algum segmento da sociedade que não apresenta rentabilidade²⁸³. Todos esses fatores podem ser relacionados com as ferramentas da nova economia institucional mencionadas na tese.

A respeito do foco no *core business*, por exemplo, Muniz explica que ao longo da existência da empresa é possível que esta acabe desenvolvendo atividades distintas de seu foco principal, podendo até mesmo acontecer que um negócio alternativo se torne o principal em detrimento do originário²⁸⁴. Trata-se, ainda que não expressamente, de uma análise derivada da especificidade do ativo, abordada na NEI por Williamson e retratada no item 1.1 da tese. Também reflete a essência dos custos de transação, uma vez que envolve a ponderação acerca da conveniência ou não de se internalizar (ou deixar de) determinada atividade pelo empresário.

Quanto à terceirização de atividades, igualmente, a análise que se faz quanto ao custo de internalizar ou não remete à reflexão quanto a pertinência de se buscar o serviço ou produto objeto da atividade empresarial no mercado ou optar pela estrutura hierárquica e trazer para o âmbito interno da empresa. Assim, também este elemento revela inspiração na nova economia institucional. Indo além, os dois fatores elencados

²⁷⁸ HAUCAP, Justus. Bounded Rationality and competition policy. In: DREXL, Josef; KERBER, Wolfgang; PODSZUN, Rupprecht (eds.). **Competition Policy and the Economic Approach: foundations and limitations**. Northampton: Edward Elgar, 2011, p. 220-223.

²⁷⁹ SALOMÃO FILHO, Calixto. **Regulação e Concorrência (estudos e pareceres)**. São Paulo: Malheiros, 2002, p. 60.

²⁸⁰ BOTREL, Sérgio. **Fusões & Aquisições**. 4ª ed. São Paulo: Saraiva, 2016, p. 30.

²⁸¹ MEIER, Olivier; SCHIER, Guillaume. **Fusions, Aquisitions: stratégie – finance – management**. 4ª ed. Paris: DUNOD, 2012, p. 15.

²⁸² MUNIZ, Ian. **Fusões e Aquisições: aspectos fiscais e societários**. 2ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 27-29.

²⁸³ MUNIZ, Ian. **Fusões e Aquisições: aspectos fiscais e societários**. 2ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 27-29.

²⁸⁴ MUNIZ, Ian. **Fusões e Aquisições: aspectos fiscais e societários**. 2ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 27.

por Muniz podem ser identificados como questões que envolvem os mecanismos de governança, trabalhados na NEI especialmente por Williamson²⁸⁵.

Em análise convergente com a realizada por Muniz, também na doutrina jurídica nacional especializada acerca das operações de compra e venda de empresas, Botrel afirma que as aquisições costumam ser motivadas por (i) economia de escala; (ii) custos de transação e (iii) economia de escopo²⁸⁶.

A economia de escala é aquela que ocorre quando é possível aumentar a produção com a queda do custo unitário para produzir²⁸⁷. Basicamente, tal economia é alcançada quando se consegue reduzir os custos fixos de produção e, mesmo com a redução de despesas, aumentar a produtividade²⁸⁸. Veja-se que a despeito da divisão do autor, trata-se de uma simples derivação da análise acerca dos custos de transação e dos mecanismos de governança, ambos trabalhados pela nova economia institucional.

Botrel explica que “[a] economia de custos de transação consiste na redução do custo médio de produção derivada da eliminação de valores referentes às negociações com fornecedores, distribuidores e demais terceiros que se relacionam, recorrentemente, com a empresa”²⁸⁹. Ao se unirem, empresas podem reduzir drasticamente suas despesas, aumentando sua eficiência econômica e tendo maiores condições de prevalecer no mercado. Novamente, trata-se da utilização de ferramenta típica da nova economia institucional.

A economia de escopo, por sua vez, é descrita pelo autor como aquela que acontece quando a união de negócios possibilita o oferecimento de um rol maior de produtos ou serviços aos clientes da sociedade²⁹⁰. Duas sociedades, por exemplo, que exercem atividades distintas, ao se unirem, ampliarão a gama de produtos ou serviços disponibilizados, trazendo potencial maior interesse do público consumidor. Aqui, mais

²⁸⁵ Vide item 1.1 da tese.

²⁸⁶ BOTREL, Sérgio. **Fusões & Aquisições**. 4ª ed. São Paulo: Saraiva, 2016, p. 30.

²⁸⁷ SZWARCFITER, Cláudio; DALCOL, Paulo Roberto T. Economias de escala e de escopo: desmistificando alguns aspectos da transição. **Prod.**, São Paulo, v. 7, n. 2, p. 117-129, Dec. 1997. Disponível em <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0103-65131997000200001&lng=en&nrm=iso>. Acesso em 26 de junho de 2019.

²⁸⁸ BOTREL, Sérgio. **Fusões & Aquisições**. 4ª ed. São Paulo: Saraiva, 2016, p. 31.

²⁸⁹ BOTREL, Sérgio. **Fusões & Aquisições**. 4ª ed. São Paulo: Saraiva, 2016, p. 32.

²⁹⁰ BOTREL, Sérgio. **Fusões & Aquisições**. 4ª ed. São Paulo: Saraiva, 2016, p. 31.

uma vez, tem-se a influência da nova economia institucional, especialmente da noção de especificidade de ativo.

Da mesma forma como acontece com as ferramentas da NEI e acima evidenciado, muitos poderiam ser os enfoques para a aplicação da economia comportamental sobre os assuntos que, direta ou indiretamente, se relacionam com o tema central da tese. A compreensão acerca do controle da concorrência realizado pelos agentes da autoridade antitruste brasileira, efeitos sobre o mercado decorrentes de concentrações na atividade empresarial, atos de infração à ordem econômica e válvulas de escape que autorizam concentrações que potencialmente infrinjam a concorrência podem ser estudados a partir de postulados da economia comportamental.

A opção do trabalho será de aplicar as ferramentas comportamentalistas unicamente na análise das condutas dos agentes econômicos envolvidos nas operações de compra e venda de empresas.

Antes mesmo das contribuições de Kahneman e Tversky, Cyert e March desenvolveram análise precursora sob a perspectiva comportamentalista a respeito da firma, buscando compreender como o empresário toma as suas decisões econômicas²⁹¹. Nada obstante, os referidos autores não chegaram a criar uma teoria da firma propriamente dita²⁹², restringindo-se a formular críticas à teoria econômica até então prevalecente e formulando sugestões para o seu aperfeiçoamento. Na mesma esteira, também não discorreram especificamente sobre as decisões que envolvem a compra e venda de empresas.

Cyert e March explicitaram que para compreender as tomadas de decisões econômicas, tão importante quanto analisar os fatores de mercado, é examinar os aspectos internos da empresa, tais como os efeitos da estrutura organizacional no

²⁹¹ BERNARDO, Evelyn Gomes; FORESTO, Alberto de Matos; RIBEIRO, Ivano. A Behavioral Theory of the Firm: uma análise crítica. **Revista Ibero-Americana de Estratégia**, vol. 16, n. 2, abr/jun. 2017, p. 143.

²⁹² ARGOTE, Linda; Greve, Henrich R. A Behavioral Theory of the Firm – 40 years and counting: introduction and impact. **Organization Science**, vol. 18, n. 3, may-june 2007, p. 337.

desenvolvimento dos objetivos, a formação de expectativas e a execução das escolhas²⁹³.

Pontuaram que não é somente o mercado que determina as escolhas comportamentais da firma, sendo os atributos internos da organização fundamentais para a compreensão das escolhas²⁹⁴. Os referidos autores buscaram construir uma teoria que pudesse prever decisões reais, não simplesmente modelos distantes da realidade e, para isso, deram ênfase ao estudo empírico²⁹⁵. Trouxeram importante contribuição para a ampliação da análise econômica a respeito das tomadas de decisões na atividade empresarial.

Ao analisar a obra de Cyert e March, Greve explica que ainda que não expressamente, muitos autores, posteriormente, adotaram premissas e ferramentas que foram fixadas pelos mencionados economistas, especialmente no que se refere à análise da multiplicidade de fatores que influenciam os comportamentos na realidade empresarial²⁹⁶.

Miner comenta, também, que a incompletude do texto de Cyert e March foi proposital, deixando múltiplas portas abertas para a utilização de ferramentas lançadas²⁹⁷. O objetivo não foi de criar uma teoria propriamente dita, mas de alertar para a necessidade de ampliação dos aspectos que deveriam ser analisados na compreensão da empresa.

Cyert e March não se preocuparam em fazer uma obra com base na economia comportamental, seja por não fixarem as premissas para desenvolvimento de tal análise, seja pela referida vertente ainda não estar sequer estabelecida à época da produção. Tal constatação fica evidente se adotado o entendimento majoritário da doutrina econômica,

²⁹³ CYERT, Richard; MARCH, James G. **A Behavioral Theory of the Firm**. New Jersey: Prentice Hall, 1963, p. 1.

²⁹⁴ CYERT, Richard; MARCH, James G. **A Behavioral Theory of the Firm**. New Jersey: Prentice Hall, 1963, p. 10.

²⁹⁵ CYERT, Richard; MARCH, James G. **A Behavioral Theory of the Firm**. New Jersey: Prentice Hall, 1963, p. 2.

²⁹⁶ GREVE, Henrich R. The building of the behavioral theory of the firm continues. **Journal of Management Inquiry**, v. 24 (3), 2015, p. 334.

²⁹⁷ MINER, Anne S. The Fecundity of Authentic But Incomplete Designs and the Future of The Behavioral Theory of the Firm. **Journal of Management inquiry**, vol. 24(3), 2015, p. 329.

no sentido de que a economia comportamental surgiu apenas em 1980²⁹⁸. Nada obstante, é irrefutável o reconhecimento de que trouxeram elementos que hoje estão contemplados pela referida escola, principalmente a necessidade de ampliação do campo de análise para compreensão das atitudes dos agentes econômicos nas decisões que envolvem a empresa.

Acerca desta ampliação do enfoque e sua permanente influência, contemporaneamente autores elencam diversificadas e amplas razões para a realização de uma operação de compra e venda de empresas, no que é possível se verificar uma aproximação com um modelo comportamental, destacando-se: a criação de sinergias; o aumento do poder de mercado e; as consequências derivadas da assimetria informacional²⁹⁹.

Como exemplo desta abordagem, Meier e Schier explicam que a criação de sinergias traz um valor suplementar para a empresa graças à reestruturação empresarial derivada da compra e venda e que não ocorreria sem ela³⁰⁰. Também a respeito do papel central das sinergias na motivação para uma operação de compra e venda de empresa, Ceddaha explica que são responsáveis diretas pela melhora da performance e pela otimização da utilização dos ativos econômicos (sob o prisma do adquirente)³⁰¹.

Estas sinergias são divididas em operacional, financeira e administrativa. A primeira delas diz respeito à otimização das atividades reestruturadas³⁰². A sinergia financeira ocorre com a diminuição de custos³⁰³ e a sinergia administrativa corresponde à transferência de conhecimento e de know-how (que pode resultar, por exemplo, na

²⁹⁸ São exemplos de autores que consideram que a economia comportamental surgiu apenas após as obras de Kahneman e Tversky: HEUKELOM, Floris. **Behavioral Economics: a history**. Cambridge: Cambridge University Press, 2014, p. 6. BERGERON, Henri; CASTEL, Patrick; QUELLIER, Sophie; LAZARUS, Jeanne; NOUGUEZ, Étienne; PILMIS, Olivier. **Le biais comportementaliste**. Paris: Presses de Sciences Po, 2018, p. 21. VILLEVAL, Marie Claire. **L'économie comportementale du marché du travail**. Paris: Presses de Sciences Po, 2016, p.11.

²⁹⁹ A título de exemplo: MEIER, Olivier; SCHIER, Guillaume. **Fusions, Aquisitions: stratégie – finance – management**. 4ª ed. Paris: DUNOD, 2012, p. 13-17.

³⁰⁰ MEIER, Olivier; SCHIER, Guillaume. **Fusions, Aquisitions: stratégie – finance – management**. 4ª ed. Paris: DUNOD, 2012, p. 13.

³⁰¹ CEDDAHA, Franck. **Fusions, Aquisitions, Scissions**. 4ª ed. Paris: Economica, 2013, p. 13.

³⁰² MEIER, Olivier; SCHIER, Guillaume. **Fusions, Aquisitions: stratégie – finance – management**. 4ª ed. Paris: DUNOD, 2012, p. 13.

³⁰³ MEIER, Olivier; SCHIER, Guillaume. **Fusions, Aquisitions: stratégie – finance – management**. 4ª ed. Paris: DUNOD, 2012, p. 14.

internalização de certas atividades)³⁰⁴. Veja-se que considerar aspectos psicológicos derivados de sinergias, indubitavelmente, representa uma majoração da análise ortodoxa da economia sobre as operações, aproximando-se do objeto da economia comportamental.

Também neste sentido, Meier e Schier discorrem sobre a assimetria informacional³⁰⁵, colocando-a como uma importante motivação para a realização das operações de compra e venda de empresas. A assimetria se revelaria em dois aspectos principais: (i) no valor intrínseco do negócio e (ii) no valor intrínseco de uma política global do adquirente³⁰⁶.

No primeiro aspecto, a motivação seria decorrente dos dirigentes de uma das empresas considerarem que têm informações que estimam que o negócio é mais vantajoso para a sua empresa do que a outra parte dimensiona³⁰⁷. Trata-se de acreditar em uma mais valia econômica na operação por meio de um desalinhamento de informações acerca do negócio. É claro o componente psicológico derivado de tal compreensão, inclusive no que se refere ao otimismo quanto à própria capacidade de avaliação do potencial do negócio.

No segundo aspecto, de modo inverso, a motivação para a operação de compra e venda de empresa se apoia em uma visão estratégica com a perspectiva de criação de valor potencial das diferentes ações associadas à política geral³⁰⁸. Os autores exemplificam citando o caso de uma pessoa jurídica que já tenha atuação consolidada em determinado país em que a possível compradora deseja iniciar atividades³⁰⁹. A

³⁰⁴ MEIER, Olivier; SCHIER, Guillaume. **Fusions, Aquisitions**: stratégie – finance – management. 4^a ed. Paris: DUNOD, 2012, p. 14.

³⁰⁵ A assimetria informacional nas operações de compra e venda de empresas será explorada no segundo capítulo da tese, após fixadas as premissas para aplicação da economia comportamental e compreendidos os mecanismos no direito brasileiro que configuram a compra e venda de empresa.

³⁰⁶ MEIER, Olivier; SCHIER, Guillaume. **Fusions, Aquisitions**: stratégie – finance – management. 4^a ed. Paris: DUNOD, 2012, p. 15.

³⁰⁷ MEIER, Olivier; SCHIER, Guillaume. **Fusions, Aquisitions**: stratégie – finance – management. 4^a ed. Paris: DUNOD, 2012, p. 15.

³⁰⁸ MEIER, Olivier; SCHIER, Guillaume. **Fusions, Aquisitions**: stratégie – finance – management. 4^a ed. Paris: DUNOD, 2012, p. 15.

³⁰⁹ MEIER, Olivier; SCHIER, Guillaume. **Fusions, Aquisitions**: stratégie – finance – management. 4^a ed. Paris: DUNOD, 2012, p. 15.

compra e venda poderá trazer à adquirente um bem superior ao valor da empresa adquirida se analisada de maneira autônoma.

Outros autores contemporâneos como Andrews, Loasby, Lowe e Shaw aplicaram os fundamentos da economia comportamental em assuntos ligados ao exercício da atividade empresarial, específica e respectivamente sobre a análise de custos³¹⁰, determinação de preços³¹¹, processo de tomada de decisões administrativas na empresa³¹², erros sistemáticos cometidos nos processos de definição de orçamentos das corporações³¹³ e falhas no mercado de ações decorrentes de atitudes realizadas nas companhias³¹⁴.

Na mesma esteira, há marcante contribuição da economia comportamental na área do direito concorrencial, com diversas obras que expressamente adotam premissas e ferramentas comportamentalistas na compreensão da competição entre agentes econômicos³¹⁵.

A originalidade da proposta da presente tese está na aplicação das ferramentas comportamentalistas às operações de compra e venda de empresas na realidade brasileira, a partir: (i) da atuação dos advogados e das partes na identificação de

³¹⁰ ANDREWS, P.W.S. A reconsideration of the Theory of the Individual Business. **Oxford Economic Papers**, 1, pp. 54-89.

³¹¹ CYERT, R. M.; MARCH, J.G. Organization Factors in the Theory of Organization. **Quarterly Journal of Economics**, 70, pp. 44-64.

³¹² LOASBY, B.J. Managerial Decision Processes. **Scottish Journal of Political Economy**, 14, pp. 243-255.

³¹³ LOWE, E.A.; SHAW, R.W. Na Analysis of Managerial Biasing: Evidence from a Company's Budgeting Process. **Journal of Management Studies**, 5, pp. 304-315.

³¹⁴ LANGEVOORT, Donald C. Organized Illusions: A Behavioral Theory of Why Corporations Mislead Stock Market Investors (and Cause Other Social Harms). In: SUNSTEIN, Cass R. (org.). **Behavioral Law & Economics**. New York: Cambridge Press, 2007, p. 144-167.

³¹⁵ Isso é reconhecido por LANGEVOORT, Donald C. The Behavioral Economics of Mergers and Acquisitions. **Georgetown Business, Economics & Regulatory Law Research Paper**, n. 10-17, October 2010, p. 6. Sobre a contribuição da economia comportamental nas análises antitruste se destacam também HAUCAP, Justus. Bounded Rationality and competition policy. In: DREXL, Josef; KERBER, Wolfgang; PODSZUN, Rupprecht (eds.). **Competition Policy and the Economic Approach: foundations and limitations**. Northampton: Edward Elgar, 2011, p. 217-229; WILSON, Bart J. Using experimental economics to understand competition. In: DREXL, Josef; KERBER, Wolfgang; PODSZUN, Rupprecht (eds.). **Competition Policy and the Economic Approach: foundations and limitations**. Northampton: Edward Elgar, 2011, p. 230-244; AKERLOF, George. Animal Spirits. How Human Psychology Drives the Economy, and Why it Matters for Global Capitalism. **Princeton (N.J.)**, Princeton University Press, 2009.

problemas frequentes; (ii) na construção dos contratos e; (iii) na interpretação dos instrumentos.

Ciente da dificuldade metodológica que viabilize a aplicação da economia comportamental sobre as operações de compra e venda de empresas, Langevoort elenca quatro grandes passos para que a análise tenha consistência científica³¹⁶.

O primeiro passo é a exigência de ser feita uma robusta análise sobre o tomador de decisão e da situação para fins de se compreender com profundidade as opções feitas por um agente econômico³¹⁷. Para que seja possível aquilatar eventuais atalhos mentais (heurísticas), falhas de racionalidade e erros sistemáticos (vieses) por parte de quem decide empresarialmente, necessário é, de acordo com referido autor, um amplo espectro sobre o contexto envolvido e sobre o próprio agente.

O segundo passo é verificar como heurísticas e vieses podem ser identificados em agentes essencialmente racionais, vez que a racionalidade costuma ser uma das grandes características de quem exerce liderança na atividade empresarial³¹⁸. O autor afirma que para a aplicação da economia comportamental na compreensão das decisões empresariais é preciso superar o questionamento sobre a possibilidade de haver desvios na utilização da razão, levando-se em consideração a essência racionalista daquele que conduz a firma.

O terceiro passo indicado por Langevoort é de ordem organizacional. O autor afirma que mesmo que algumas heurísticas possam afetar as decisões de um agente no exercício da atividade empresarial, isso não significará que a empresa será afetada negativamente por tais atalhos mentais e que, por conta disso, possa incorrer em erros sistemáticos³¹⁹. Assim, o ponto a ser elucidado para que haja coerência na aplicação é se a economia comportamental pode ser aplicada às decisões da empresa que podem

³¹⁶ LANGEVOORT, Donald C. The Behavioral Economics of Mergers and Acquisitions. **Georgetown Business, Economics & Regulatory Law Research Paper**, n. 10-17, October 2010, p. 2-5.

³¹⁷ LANGEVOORT, Donald C. The Behavioral Economics of Mergers and Acquisitions. **Georgetown Business, Economics & Regulatory Law Research Paper**, n. 10-17, October 2010, p. 2-3.

³¹⁸ LANGEVOORT, Donald C. The Behavioral Economics of Mergers and Acquisitions. **Georgetown Business, Economics & Regulatory Law Research Paper**, n. 10-17, October 2010, p. 3.

³¹⁹ LANGEVOORT, Donald C. The Behavioral Economics of Mergers and Acquisitions. **Georgetown Business, Economics & Regulatory Law Research Paper**, n. 10-17, October 2010, p. 3.

decorrer de um colegiado (Conselho de Administração, deliberação de diretoria, assembleia ou reunião de sócios) e não somente de um indivíduo singularmente observado. A preocupação é que a firma, em si considerada, não adota atalhos mentais ou comete erros sistemáticos, o que poderia levar a uma impossibilidade de reflexão com base na teoria econômica comportamentalista.

O quarto passo³²⁰ é a definição das consequências derivadas do reconhecimento de que erros sistemáticos (vieses) são provocados por atalhos de pensamentos (heurísticas) ou pela limitação de racionalidade (incapacidade de plena convicção) no exercício da atividade empresarial. Assim, em verdade, trata-se de uma consequência da aplicação da economia comportamental e não um pressuposto de aplicação imediato

Seguindo os parâmetros sugeridos pelo mencionado autor, a primeira medida para a compreensão das operações de compra e venda de empresas a partir da economia comportamental está na aproximação radical entre a teoria e a prática, já que apenas desta maneira haveria possibilidade de amplo conhecimento acerca do contexto em que foram tomadas as decisões e sobre o agente que decidiu.

Nesse quesito, não são poucas as obras que se valem de casos para explicar aquilo que ocorre em compra e venda de empresas³²¹, entretanto, seria precipitado

³²⁰ LANGEVOORT, Donald C. The Behavioral Economics of Mergers and Acquisitions. **Georgetown Business, Economics & Regulatory Law Research Paper**, n. 10-17, October 2010, p. 5.

³²¹ Restringindo a análise aos autores do direito brasileiro que escrevem sobre os motivos que levam à concentração por meio de operações de compra e venda de empresa e que foram citados na tese, Rodrigo Rocha Monteiro de Castro abordou a concentração horizontal e a formação de conglomerados se valendo amplamente de casos práticos. Especificamente se valeu dos casos Multiner-Blognesi, Saraiva-Editora Érica e Totvs-CiaShop para explicar a concentração horizontal no Brasil e Sonae Sierra- DDR Corp para explicar a concentração internacional. Já no que se refere à conglomeração foram utilizados os casos Contax-Ability, JBS e Grupo X. CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de. **Regime Jurídico das Reorganizações: societária, empresarial e associativa**. São Paulo: 2016, p. 79-89. Na mesma esteira, Gesner Oliveira e João Grandino Rodas também fazem ampla utilização de análise de casos ao discorrer sobre as concentrações horizontais e verticais. OLIVEIRA, Gesner; RODAS, João Grandino. **Direito e Economia da Concorrência**. 2ª edição revista e atualizada de acordo com a lei 12.529/2011. São Paulo: RT, 2013, p. 74-76 (concentrações horizontais) e 84-88 (concentrações verticais). Aqui, ressalva-se que enquanto Rodrigo Rocha Monteiro Castro teve o foco maior nas situações fácticas em si, Gesner Oliveira e João Grandino Rodas focaram nas decisões do Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE). Também se valeu da análise de casos para explicar a matéria ARAÚJO, Danilo Borges dos Santos Gomes de. A “De Facto Merger Doctrine” (Doutrina da Fusão de Fato). In: WARDE JR., Walfrido Jorge (Coord.). **Fusão, Cisão, Incorporação e Temas Correlatos**. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 179-219. Finalmente, Francisco Rohan de Lima durante toda sua obra sobre fusões e aquisições se valeu de múltiplos casos para explicar o assunto em LIMA, Francisco Rohan de. **A Razão Societária: reflexões sobre fusões & aquisições e governança corporativa no Brasil**. Rio de Janeiro: Renovar, 2015.

afirmar que houve uma aplicação da economia comportamental, especialmente porque esta não é a única vertente que se vale de análises de casos³²² para atingir seus objetivos.

Sob um enfoque crítico à primeira premissa sugerida para aplicação da teoria comportamentalista, é importante notar que o estudo empírico sobre as decisões empresariais possui uma série de obstáculos, o que, potencialmente, ou levaria à impossibilidade de análise por meio da vertente comportamentalista ou eliminaria o pressuposto erigido por Langevoort.

A respeito de tais obstáculos, Fanto destaca que a interação direta com membros do conselho de administração, diretores e sócios de uma empresa para identificar, isoladamente, os fatores psicológicos que podem ter influenciado nas decisões seria tarefa hercúlea³²³, sobretudo em razão de sigilo operacional.

Ademais, ainda que fosse possível o amplo contato, as inquirições científicas aconteceriam após os negócios já terem sido realizados e, com isso, os agentes fariam avaliações sobre as suas próprias decisões, muito provavelmente sob o viés da retrospectiva³²⁴ e com a preocupação de manutenção do cargo (viés do *status quo*³²⁵), comprometendo a higidez do estudo³²⁶.

Ao analisar obras que se utilizam da economia comportamental, denota-se que costumeiramente se valem de experiências simples e que produzem efeitos limitados e não radicais sobre os agentes. Ocorre que nas compra e venda de empresas há séria limitação com os experimentos, por força da complexidade de tal operação e da multiplicidade de efeitos dela decorrentes.

Fanto sugere que o estudo seja realizado por meio de experimentos acadêmicos, como simulações com alunos³²⁷, contudo dificilmente se conseguiria reproduzir a

³²² SERRA, Daniel. **Économie Comportementale**. Paris: Economica, 2017, p. 27.

³²³ FANTO, James A. Quasi-Rationality in Action: A Study of Psychological Factors in Merger Decision-Making. **Ohio State Law Journal**, 62, 1336 (2001), p. 1348.

³²⁴ Discorrido a respeito no item 1.2.

³²⁵ Também discorrido no item 1.2.

³²⁶ FANTO, James A. Quasi-Rationality in Action: A Study of Psychological Factors in Merger Decision-Making. **Ohio State Law Journal**, 62, 1336 (2001), p. 1348-1349.

³²⁷ FANTO, James A. Quasi-Rationality in Action: A Study of Psychological Factors in Merger Decision-Making. **Ohio State Law Journal**, 62, 1336 (2001), p. 1349.

complexidade, os interesses e a pressão sobre os agentes para que se tivesse uma experiência minimamente próxima da realidade enfrentada na atividade empresarial.

Diante das dificuldades, o caminho a ser adotado pela tese será o de realizar uma análise das operações de compra e venda de empresas a partir de ferramentas da economia comportamental, mas sem uma completa vinculação à tal vertente. A opção se dá justamente pela aparente impossibilidade de superação da ausência de experimentos. Tal alternativa se mostra condizente com um trabalho jurídico, afinal, não se deseja substituir o enfoque do direito pelo econômico, mas acrescentar ao direito instrumentais que permitam uma melhor compreensão da atividade empresarial³²⁸.

No que se refere ao segundo passo sugerido por Langevoort (identificação da possibilidade ou não de se encontrar desvios de racionalidade na realidade empresarial), assume-se que na análise sobre o comportamento do agente econômico na tomada de decisão acerca da conveniência ou não de fazer a compra e venda de uma empresa, é inviável desconsiderar a racionalidade na escolha do sujeito, afinal, é a razão que norteará a opção dos agentes econômicos envolvidos.

Ocorre que a inafastabilidade do elemento racional na análise das operações não significa que o modelo neoclássico da economia tenha que ser prevaletente na compreensão do tema ou que impeça a adoção de ferramentas comportamentalistas. A economia comportamental — e também a nova economia institucional — não sustenta o afastamento absoluto da razão na análise que é feita sobre o comportamento dos agentes³²⁹. O que se tem é a relativização dos postulados neoclássicos de contextos ideais e da presunção de que o ser humano sempre toma as melhores decisões.

³²⁸ Neste sentido, Hirsch afirma que a missão de conjugar as teorias econômicas e jurídicas seria muito mais fácil se a eficiência pudesse ser defendida como o único e supremo objetivo, mas que isso não é possível, vez que o direito vai além da busca pela eficiência, pois, na área jurídica, o mais eficiente nem sempre será a melhor solução, muitas vezes, nem mesmo possível. HIRSCH, Werner Z. **Law and Economics: an introductory analysis**. Nova Iorque e Londres: Academic Press, 1979, p. 04.

³²⁹ HAUCAP, Justus. Bounded Rationality and competition policy. In: DREXL, Josef; KERBER, Wolfgang; PODSZUN, Rupprecht (eds.). **Competition Policy and the Economic Approach: foundations and limitations**. Northampton: Edward Elgar, 2011, p. 218.

Portanto, subsiste a presunção de que as tomadas de decisão empresariais são racionais, temperada pela constatação de que mesmo quando o agente busca racionalizar, na prática pode cometer equívocos³³⁰.

Neste sentido, viável é a análise de decisões dos agentes econômicos sob o viés comportamentalista, não havendo contradição em reconhecer que as motivações para as operações de compra e venda de empresas costumam ser essencialmente racionais. Seria, de fato, equivocada invocar que decisões deste tipo são tomadas com base no sistema automático mencionado por Kahneman³³¹. Assim, sempre haverá como pressuposto que as decisões referentes às compra e venda de empresas são tomadas pelo sistema reflexivo³³², o que não significa que serão, invariavelmente, perfeitas.

Em relação ao terceiro passo (organizacional) proposto por Langevoort, não se identifica um óbice intransponível. A constatação de que as decisões em uma empresa são organizacionais (formalmente são, portanto, da empresa e não das pessoas) não elide o fato de que são tomadas pelos indivíduos que a compõem. Seja uma decisão isolada de um administrador, seja um ato decisório colegiado (do corpo administrativo ou dos sócios), são, em última análise, pessoas naturais quem as expressam, direta ou indiretamente (quando sócios ou administradores de uma pessoa jurídica que seja sócia de outra toma uma decisão). Destarte, todos os desvios de comportamentos que podem levar a erros nas decisões que compreendam um indivíduo podem também ocorrer em decisões da própria empresa.

Finalmente, o quarto passo, conforme já referido, será o cerne deste trabalho e o elemento principal identificador da tese no âmbito jurídico. Diz respeito à consequência de se reconhecer que até mesmo em operações de compra e venda de empresas existem atalhos mentais (heurísticas), erros sistemáticos (vieses), compreensão limitada e incorreta de informações (racionalidade limitada). E, como derivação da constatação, qual a relação entre a potencialidade de falhas de eficiência e a necessidade de

³³⁰ SIMON, Herbert. **Administrative Behaviour**. 2ª edição. New York: Macmillan, 1957, p. XXIV.

³³¹ Tema abordado no item 1.2.

³³² Também analisado no item 1.2.

intervenção por parte do Estado para corrigir os possíveis defeitos cognitivos apresentados pelos agentes.

Diante do exposto, para fins de sistematização, fixam-se as seguintes premissas para a aplicação de ferramentas da economia comportamental na análise sobre as operações de compra e venda de empresas:

- (i) Primeiramente, ratifica-se que diante da dificuldade (ou até mesmo impossibilidade) de se fazer experimentos com compra e venda de empresas, o trabalho não fará uma aplicação estrita da economia comportamental, restringindo-se a invocar algumas de suas ferramentas.
- (ii) Em segundo lugar, assume-se não haver contradição na aplicação do alicerce maior da economia comportamental na análise da atividade empresarial: a limitação de racionalidade. Os agentes econômicos optam pela operação de compra e venda de empresas sem ter a completa ciência acerca do que está diante de si e, especialmente, a respeito do que ocorrerá no futuro. Ademais, possuem incompleta capacidade de compreensão sobre os próprios dados já disponíveis. Aqui, salienta-se, que não se está a dizer que referidas operações sejam impensadas ou precipitadas, mas, sim, que fruto da impossibilidade do ser humano obter todas as informações e processá-las, torna-se natural que não haja uma plena cognição na tomada de decisões.
- (iii) O fato de as decisões serem da organização (empresa) e não do sujeito (sócio ou administrador) não retira a possibilidade de análise pelas ferramentas comportamentalistas, vez que são os indivíduos que expressam suas convicções e formam a decisão organizacional.

Compreendidos os fundamentos teóricos, passa-se a discorrer acerca das operações de compra e venda de empresas à luz do direito brasileiro para que, no

derradeiro capítulo da tese, busque-se verificar a alteração ou não do paradigma interpretativo de tais negócios por força da aplicação das ferramentas da economia comportamental.

2 CARACTERIZAÇÃO E MODELAGENS DAS OPERAÇÕES DE COMPRA E VENDA DE EMPRESAS NO DIREITO BRASILEIRO

A concentração econômica³³³ se configura em interações cooperativas nas quais são conjugados esforços em busca de um objetivo comum por parte de agentes do mercado³³⁴. Trata-se de um conjunto orientado de decisões voltado ao desenvolvimento e/ou manutenção de uma vantagem concorrencial³³⁵, em que há unidade de comando³³⁶. Representa, portanto, o aumento de poder econômico do agente, o que pode advir tanto de uma compra e venda de empresa como de um acordo³³⁷.

A concentração pode ser realizada por intermédio de relações de capital e de contratos de sociedades, bem como pela junção de duas ou mais sociedades com unificação de seus patrimônios. Tal concepção é percebida no teor do art. 90 da Lei n. 12.529/2011 (Lei de Defesa da Concorrência ou Lei Antitruste). A lei estabeleceu de maneira genérica que se realiza um ato de concentração³³⁸ quando:

- (i) duas ou mais empresas antes independentes se unem por meio de uma fusão;

³³³ A lei não conceitua a expressão concentração econômica conforme notam FRANCESCHINI, José Inácio Gonzaga; BAGNOLI, Vicente. **Direito Concorrencial**. 2ª ed. Coleção Tratado de Direito Empresarial, v. 7, Coordenação Modesto Carvalhosa. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2018, p. 925.

³³⁴ FREIRE, Maria Paula dos Reis Vaz. **Eficiência Econômica e Restrições Verticais**: os argumentos de eficiência e as normas de defesa da concorrência. Lisboa: AAFDL, 2009, p. 269.

³³⁵ FREIRE, Maria Paula dos Reis Vaz. **Eficiência Econômica e Restrições Verticais**: os argumentos de eficiência e as normas de defesa da concorrência. Lisboa: AAFDL, 2009, p. 269.

³³⁶ COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 6ª ed. Rio de Janeiro: Ed. Forense, 2014, p. 468.

³³⁷ FORGIONI, Paula. **Fundamentos do Antitruste**. 7ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2014, p. 400-401.

³³⁸ Sobre a interface econômica e jurídica pretendida na tese, Franceschini e Bagnoli explicam que “[o] conceito de ‘ato de concentração’ é juridicamente anormal, ou seja, exige o recurso a outra ciência, no caso a Ciência Econômica, mais precisamente, de organização industrial, para o estabelecimento de seus contornos e integração”. (FRANCESCHINI, José Inácio Gonzaga; BAGNOLI, Vicente. **Direito Concorrencial**. 2ª ed. Coleção Tratado de Direito Empresarial, v. 7, Coordenação Modesto Carvalhosa. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2018, p. 924).

- (ii) uma ou mais empresas adquirem, direta ou indiretamente, “por compra ou permuta de ações, quotas, títulos ou valores mobiliários conversíveis em ações, ou ativos, tangíveis ou intangíveis, por via contratual ou por qualquer outro meio ou forma, o controle ou partes de uma ou mais empresas”³³⁹;
- (iii) uma ou mais empresas incorporam outra ou outras empresas ou, ainda, quando;
- (iv) duas ou mais empresas celebram contrato associativo, consórcio ou *joint venture*.

Com base na previsão legislativa acima, Comparato identifica quatro hipóteses de concentrações econômicas: (1) fusão, (2) aquisição de controle, (3) incorporação e (4) formação de *joint venture*, consórcio ou associação³⁴⁰.

A partir da classificação acima e do teor legal, identifica-se que existem variados graus de integração entre as empresas que podem resultar na configuração de um ato de concentração: desde a fusão ou incorporação, as quais apresentam níveis extremos de integração a ponto de desaparecer uma ou mais pessoas jurídicas³⁴¹, até a *joint venture*, grau muito menos intenso e em que não há o desaparecimento de agente do mercado³⁴².

Desta forma, o ato de concentração não implica, necessariamente, eliminação da autonomia de um dos agentes econômicos, vez que ocorre também nas situações em que uma sociedade ou grupo compartilha o poder de controle ou quando uma empresa adquire ativos ou parcela do patrimônio de outra ou outras empresas ou, ainda, quando há acordo entre os agentes³⁴³.

³³⁹ Redação do artigo 90 da Lei n. 12.529/2011.

³⁴⁰ COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 6ª ed. Rio de Janeiro: Ed. Forense, 2014, p. 468.

³⁴¹ MUNIZ, Ian. **Fusões e Aquisições: aspectos fiscais e societários**. 2ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 83.

³⁴² A respeito dos impactos anticoncorrenciais que podem ser derivados de uma *joint venture*, ver NOGUEIRA, José Carlos da Silva. O contrato de “joint venture” na matéria antitruste. **Revista de Direito Mercantil: industrial, econômico e financeiro**, São Paulo, p. 58-61, jan/mar de 2002.

³⁴³ FORGIONI, Paula. **Fundamentos do Antitruste**. 7ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2014, p. 401-402. No mesmo sentido FRANCESCHINI, José Inácio Gonzaga; BAGNOLI, Vicente. **Direito Concorrencial**. 2ª ed. Coleção Tratado de Direito Empresarial, v. 7, Coordenação Modesto Carvalhosa.

O que interessa para a legislação antitruste é o efeito concorrencial, não a forma societária ou contratual³⁴⁴. Como consequência das diferentes formatações que uma concentração econômica pode assumir, visando a tutelar a concorrência no mercado, o legislador antitruste brasileiro teve a preocupação de designar de maneira ampla a configuração de um ato de concentração.

Nas operações de alienação de controle societário, por exemplo, não ocorre, necessariamente, a compra e venda total das ações ou quotas³⁴⁵, podendo, em primeira análise, deixar dúvida se deve ser considerada um ato de concentração. Ocorre que compreendido o efeito decorrente de tal operação parece irrefutável que assim precisa ser qualificada, já que aquele que assumir o controle, via de regra³⁴⁶, terá o poder de dispor dos bens sociais e de dirigir a atividade empresarial, como se tivesse havido uma integração total das atividades (perda da autonomia de um dos agentes econômicos)³⁴⁷.

Bulgarelli explica que, economicamente, há concentração de empresas “sempre que existem liames de natureza econômica entre empresas, acarretando uma unidade

São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2018, p. 934; ESPECHE, Félix A. Nazar. **Defensa de la Competencia**. 2ª ed. Buenos Aires: Euros Editores, 2016, p. 120.

³⁴⁴ COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 6ª ed. Rio de Janeiro: Ed. Forense, 2014, p. 470.

³⁴⁵ O que há muito foi identificado por Berle e Means. Referidos autores identificam cinco tipos de controles em uma sociedade: (i) o fundado na posse da quase totalidade das ações; (ii) na posse da maioria das ações; (iii) o obtido por meio de expedientes legais; (iv) o minoritário e (v) o gerencial. BERLE, Adolf; MEANSE, Gardiner C. **The modern corporation and private property**. New Brunswick: Transaction Publishers, 1991, p. 3-47.

³⁴⁶ Não se pode dizer que sempre ocorrerá tal consequência porque aos minoritários ou a um sócio especificamente pode ser assegurado poder de veto (por *golden share*) ou, ainda, o contrato social ou o estatuto pode exigir unanimidade de aprovação para que determinados atos possam ser realizados. A respeito das *golden shares*, ver PELA, Juliana. **As Golden Shares no Direito Brasileiro**. São Paulo: Quartier Latin, 2012. Acerca das previsões contratuais para majorar quóruns ver CORRÊA-LIMA, Osmar Brinca. **Sociedade Limitada**. Rio de Janeiro: Forense, 2006, p. 126.

³⁴⁷ WALD, Arnoldo; MORAES, Luiza Rangel de; WAISBERG, Ivo. Fusões, incorporações e aquisições – aspectos societários, contratuais e regulatórios. In: WARDE JR., Walfrido Jorge (Coord.). **Fusão, Cisão, Incorporação e Temas Correlatos**. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 36. Sobre o tema, Maria Paula dos Reis Vaz Freire afirma que há atualmente tendência ao “desinvestimento”, entendido este como mecanismo de manutenção do controle parcial das atividades cedidas, o que também traz desafios para o controle da concorrência. FREIRE, Maria Paula dos Reis Vaz. **Eficiência Econômica e Restrições Verticais**: os argumentos de eficiência e as normas de defesa da concorrência. Lisboa: AAFDL, 2009, p. 266.

maior ou menor, mais ou menos intensa, conforme o grau e a forma de tais liames”³⁴⁸. É a ligação em prol de uma unidade entre as empresas que conduzirá à identificação da concentração.

Para análise mais profunda da questão, observe-se que a doutrina tradicionalmente divide a concentração econômica em três modalidades: horizontal, vertical e conglomerada³⁴⁹.

³⁴⁸ BULGARELLI, Waldírio. A fusão, incorporação e cisão de Sociedades Anônimas, na Lei Nova das Sociedades por Ações. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, n. 23, ano XV, 1976, pp. 39-52, p. 39.

³⁴⁹ Autores que se utilizam dessa classificação: GLAIS, Michel. **Concentration des enterprises & Droit de la concurrence**. Paris: Economica, 2010, p. 13; SALOMÃO FILHO, Calixto. **Direito Concorrencial: as estruturas**. 3a ed. São Paulo: Malheiros, 2007, p. 300; FORGIONI, Paula. **Fundamentos do Antitruste**. 7ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2014, p. 405. Acerca da divisão, ver a diferença de tratamento entre as categoriais em FORGIONI, Paula. **Fundamentos do Antitruste**. 7ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2014, p. 336; FORGIONI, Paula A. **Direito Concorrencial e Restrições Verticais**. São Paulo: RT, 2007, p. 21-29; OLIVEIRA, Gesner; RODAS, João Grandino. **Direito e Economia da Concorrência**. 2ª edição revista e atualizada de acordo com a lei 12.529/2011. São Paulo: RT, 2013, p. 48-53 e 77-88; MEIER, Olivier; SCHIER, Guillaume. **Fusions, Aquisitions: stratégie – finance – management**. 4ª ed. Paris: DUNOD, 2012, p. 12-13. Rodrigo Rocha Monteiro de Castro considera insuficiente a divisão nas três categorias acima, adicionando outras duas: reforço de controle e investimentos transitórios. Referido autor explica que a consolidação de controle ocorre quando um membro do grupo controlador aumenta sua participação no bloco, reforçando a posição interna ou passando a ter o controle isoladamente. Veja-se que neste caso não há uma transferência do controle propriamente dita, vez que este já estava com quem reforçou ou aumentou sua participação. Em conclusão, Castro afirma que na mencionada operação não há, no ato em si, uma relação de horizontalidade, verticalidade ou conglomeração, apenas uma concentração oriunda de um movimento interno da sociedade. Os investimentos transitórios são conceituados como os realizados por agentes que não apresentam interesse na perenidade da empresa titulada pela sociedade cuja participação societária se adquire, almejando, tão somente, a oportunidade de investir em sociedades promissoras para que posteriormente possa vender a terceiro interessado (*private equity*). Castro não explica expressamente as razões pelas quais considera que referida concentração não estaria contemplada nas três tradicionalmente apontadas pela doutrina. CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de. **Regime Jurídico das Reorganizações: societária, empresarial e associativa**. São Paulo: 2016, p. 77-98.

A concentração horizontal ocorre quando concorrentes se unem³⁵⁰, ou seja, quando firmas no mesmo mercado relevante³⁵¹ se juntam³⁵². Verifica-se que tal modalidade afeta diretamente a concorrência³⁵³, afinal, por intermédio dela, um ou mais agentes que antes figuravam como concorrentes não mais competirão entre si³⁵⁴. Como decorrência da eliminação da competição entre os agentes, a concentração horizontal acarreta, potencialmente, ameaça à ordem econômica³⁵⁵ (que poderá ou não induzir a uma ação interventiva, a depender da opção adotada pela ordem jurídica vigente).

A concentração vertical é a realizada entre agentes econômicos que “desenvolvem suas atividades em mercados relevantes ‘a montante’ ou ‘a jusante’, ou seja, concatenados no processo produtivo ou de distribuição do produto”³⁵⁶. A maior parte dos produtos do mercado são obtidos a partir de processos coordenados de várias etapas (níveis) que são tecnicamente separáveis³⁵⁷. A concentração vertical ocorre em qualquer destes estágios da estrutura³⁵⁸, envolvendo agentes econômicos em um nível diferente da produção ou da cadeia de distribuição³⁵⁹. Podem abranger, por exemplo, a união entre

³⁵⁰ SALOMÃO FILHO, Calixto. **Direito Concorrencial**: as estruturas. 3ª ed. São Paulo: Malheiros, 2007, p. 300.

³⁵¹ A noção de mercado relevante é complexa e bastante abordada pela doutrina do direito concorrencial. Apenas a título de exemplo, Paula Forgioni o define como “aquele em que se travam as relações de concorrência ou atua o agente econômico cujo comportamento é analisado”. FORGIONI, Paula. **Fundamentos do Antitruste**. 7ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2014, p. 214. Salomão Filho, por sua vez, explica que “[f]irmas no mesmo mercado são consideradas todas aquelas que se incluem na mesma definição de mercado relevante. Assim, todos os fabricantes de produtos substitutos, que em caso de aumento de preços passariam a ser consumidor, devem ser incluídos no mercado”. SALOMÃO FILHO, Calixto. **Direito Concorrencial**: as estruturas. 3ª ed. São Paulo: Malheiros, 2007, p. 301.

³⁵² GLAIS, Michel. **Concentration des entreprises & Droit de la concurrence**. Paris: Economica, 2010, p. 13. No mesmo sentido, SALOMÃO FILHO, Calixto. **Direito Concorrencial**: as estruturas. 3ª ed. São Paulo: Malheiros, 2007, p. 301.

³⁵³ FORGIONI, Paula. **Fundamentos do Antitruste**. 7ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2014, p. 404.

³⁵⁴ CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de. **Regime Jurídico das Reorganizações**: societária, empresarial e associativa. São Paulo: 2016, p. 78.

³⁵⁵ SALOMÃO FILHO, Calixto. **Direito Concorrencial**: as estruturas. 3ª ed. São Paulo: Malheiros, 2007, p. 300.

³⁵⁶ FORGIONI, Paula. **Fundamentos do Antitruste**. 7ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2014, p. 404.

³⁵⁷ GLAIS, Michel. **Concentration des entreprises & Droit de la concurrence**. Paris: Economica, 2010, p. 39.

³⁵⁸ FREIRE, Maria Paula dos Reis Vaz. **Eficiência Económica e Restrições Verticais**: os argumentos de eficiência e as normas de defesa da concorrência. Lisboa: AAFDL, 2009, p. 263

³⁵⁹ FREIRE, Maria Paula dos Reis Vaz. **Eficiência Económica e Restrições Verticais**: os argumentos de eficiência e as normas de defesa da concorrência. Lisboa: AAFDL, 2009, p. 279.

produtor e distribuidor ou entre distribuidor e vendedor final. O ponto central para identificação da verticalidade é a colaboração potencial³⁶⁰, isto é, a possibilidade de manter relação econômica com o agente situado em outro nível da cadeia.

Diferentemente do que ocorre no tratamento despendido à concentração horizontal, há divergência doutrinária acerca da concentração vertical representar uma modalidade que potencialmente afete a concorrência³⁶¹. Os autores neoclássicos³⁶² sustentam que o problema no que se refere à competição somente existe se considerada a esfera horizontal³⁶³. Independentemente disso, para os fins a que se destina a tese é suficiente a constatação de que compra e venda de empresas pode se dar também nesta modalidade.

A concentração conglomerada, por fim, é aquela que envolve empresas que atuam em mercados relevantes apartados³⁶⁴ ou aquela que não é considerada nem concentração horizontal nem concentração vertical³⁶⁵. Na formação do conglomerado, agentes econômicos que não concorrem ou colaboram potencialmente se unem³⁶⁶. É a junção de agentes que não possuem relação potencial no plano técnico ou comercial³⁶⁷. Da mesma forma como ocorre com a concentração vertical, há em relação aos

³⁶⁰ CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de. **Regime Jurídico das Reorganizações**: societária, empresarial e associativa. São Paulo: 2016, p. 84.

³⁶¹ GLAIS, Michel. **Concentration des enterprises & Droit de la concurrence**. Paris: Economica, 2010, p. 39.

³⁶² Calixto Salomão Filho explica que a concepção neoclássica de não considerar a concentração vertical uma potencial ameaça à concorrência “padece de um vício fundamental de lógica jurídica. Se é verdade que o fundamento do controle das concentrações é o sancionamento de aumento da concentração no mercado horizontalmente considerado (como os próprios neoclássicos proclamam), no caso da concentração vertical nunca haveria nada a controlar, nem no sentido vertical, nem no horizontal. Isso porque em uma contração vertical o poder no mercado horizontalmente considerado não se cria nem se aumenta. A intervenção, em consequência, não se justifica com um raciocínio típico da análise de concentrações verticais”. SALOMÃO FILHO, Calixto. **Direito Concorrencial**: as estruturas. 3ª ed. São Paulo: Malheiros, 2007, p. 308.

³⁶³ SALOMÃO FILHO, Calixto. **Direito Concorrencial**: as estruturas. 3ª ed. São Paulo: Malheiros, 2007, p. 307. No mesmo sentido GLAIS, Michel. **Concentration des enterprises & Droit de la concurrence**. Paris: Economica, 2010, p. 39-40.

³⁶⁴ FORGIONI, Paula. **Fundamentos do Antitruste**. 7ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2014, p. 404.

³⁶⁵ SALOMÃO FILHO, Calixto. **Direito Concorrencial**: as estruturas. 3ª ed. São Paulo: Malheiros, 2007, p. 318.

³⁶⁶ CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de. **Regime Jurídico das Reorganizações**: societária, empresarial e associativa. São Paulo: 2016, p. 85.

³⁶⁷ GLAIS, Michel. **Concentration des enterprises & Droit de la concurrence**. Paris: Economica, 2010, p. 53

conglomerados divergência a respeito de afetar ou não a concorrência³⁶⁸, mas, novamente, para este trabalho, suficiente é a verificação da possibilidade de haver compra e venda de empresas neste tipo de concentração.

Na análise das diferentes formulações contratuais e societárias que possibilitam compra e venda de empresas, apresenta-se um elevado grau de dificuldade teórico no estabelecimento de um conceito, já que abrange diferentes estruturas que podem se pautar sobre as participações societárias e/ou sobre os bens utilizados para o exercício da atividade empresária.

No aspecto prático, a dificuldade também existe, especialmente porque certas concentrações produzem efeitos similares ou iguais aos de uma compra e venda de empresa (exemplo da formação de grupos de fato, *joint ventures* ou mesmo acordo de sócios que resulte em transferência do poder de controle), sem, contudo, ter havido efetivamente qualquer transmissão de bens ou de participações societárias.

Sem que se pretenda exaurir a temática, o trabalho assume que as noções centrais que permitem a compreensão das operações de compra e venda de empresas são: transferência onerosa, poder de controle e empresa.

O primeiro termo remete à necessidade de haver transmissão onerosa para que se configure a compra e venda de empresa. Há diversos meios de se transferir uma empresa e mesmo operações que tradicionalmente são onerosas — como a cessão de quotas — podem se dar a título gratuito. Para que se trate de compra e venda de empresa, considera-se indispensável que a transferência seja onerosa.

A noção de poder de controle remete à característica de que como resultado da transferência, o adquirente passará a ter condições de conduzir a atividade econômica organizada de modo profissional para a produção ou circulação de bens ou de serviços, respeitados os limites legais. Nas palavras de Comparato se resumem poder e controle: “[c]ontrolar uma empresa significa poder dispor dos bens que lhe são destinados, de tal arte que o controlador se torna senhor de sua atividade econômica”³⁶⁹.

³⁶⁸ Acerca do tema ver a síntese dos fundamentos em SALOMÃO FILHO, Calixto. **Direito Concorrencial**: as estruturas. 3ª ed. São Paulo: Malheiros, 2007, p. 318-324.

³⁶⁹ COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 6ª ed. Rio de Janeiro: Ed. Forense, 2014, p. 104.

O termo empresa, conforme já minuciado na tese, refere-se à atividade econômica organizada, exercida de modo profissional, para a produção ou circulação de bens ou de serviços. Destarte, a despeito da equivocidade de tratamento, não se confunde com as noções de empresário, EIRELI ou sociedade, constituindo-se na atividade em si, não no sujeito que a exerce³⁷⁰.

Em conclusão, pode-se propor que uma operação de compra e venda de empresa é aquela que resulta em transferência onerosa de participação societária e/ou de patrimônio que implique mudança de titularidade do poder de controle na empresa desenvolvida por empresário, empresa individual de responsabilidade limitada ou sociedade. Veja-se, assim, que são excluídas as perspectivas do controle externo e gerencial na definição proposta na tese, já que o recorte que se faz é no plano interno da organização.

Neste capítulo será discorrido a respeito das modalidades que podem ser adotadas pelos contratantes para operar uma compra e venda de empresa, iniciando pelas estruturas societárias convencionais e terminando no trespasse. Após, será feita relação entre a racionalidade limitada do sujeito e cláusulas contratuais em operações de compra e venda de empresas.

2.1. ARRANJOS SOCIETÁRIOS QUE VIABILIZAM COMPRA E VENDA DE EMPRESAS

Diversos são os mecanismos utilizados para instrumentalizar operações de compra e venda de empresas no âmbito societário³⁷¹. A criatividade dos empresários e dos advogados faz com que as mais variadas formas tentem alcançar os melhores resultados econômicos.

³⁷⁰ Por todos: BARRETO FILHO, Oscar. **Teoria do Estabelecimento Comercial**: fundo de comércio ou fazenda mercantil. São Paulo: Max Limonad, 1969, p. 19.

³⁷¹ MEIER, Olivier; SCHIER, Guillaume. **Fusions, Aquisitions**: stratégie – finance – management. 4^a ed. Paris: DUNOD, 2012, p. 38.

Alguns dos mecanismos societários que permitem, em tese, aquisição de empresas são: (i) incorporação de sociedade; (ii) incorporação de ações; (iii) alienação de participação societária e; (iv) alienação de controle. Gonçalves Neto acrescenta que mesmo a cisão pode ser uma operação de concentração³⁷², vez que a versão do patrimônio da sociedade cindida para outra ou outras já existentes produz efeitos similares. Elementos de cada um desses mecanismos precisam ser compreendidos para a identificação de se tratarem ou não de compra e venda de empresa de acordo com a definição proposta.

O *caput* do art. 227 da Lei n. 6.404/76³⁷³ define que na incorporação de sociedade, uma ou mais sociedades são absorvidas por outra, de modo que a incorporadora sucede a(s) incorporada(s) nos direitos e obrigações. Disposição semelhante é encontrada no art. 1.116 do Código Civil³⁷⁴.

A mencionada operação pode se dar entre sociedades de tipos iguais ou diferentes³⁷⁵, entretanto, se uma companhia aberta for incorporada, a incorporadora necessariamente deve ser uma sociedade anônima aberta, por determinação expressa de lei³⁷⁶.

Na incorporação ocorre a transmissão total do patrimônio em favor da incorporadora, resultando na extinção da(s) personalidade(s) jurídica(s) da(s)

³⁷² GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. A fusão, a incorporação e a cisão na Lei de Sociedades por Ações. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, n. 23, ano XV, 1976, pp. 71-82, p. 71.

³⁷³ A redação do artigo é: “Art. 227. A incorporação é a operação pela qual uma ou mais sociedades são absorvidas por outra, que lhes sucede em todos os direitos e obrigações”.

³⁷⁴ “Art. 1.116. Na incorporação, uma ou várias sociedades são absorvidas por outra, que lhes sucede em todos os direitos e obrigações, devendo todas aprová-la, na forma estabelecida para os respectivos tipos”.

³⁷⁵ GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. **Direito de Empresa**: comentários aos arts. 966 a 1.195 do Código Civil Brasileiro. São Paulo: RT, 2018, p. 601. Também BOTREL, Sérgio. **Fusões & Aquisições**. 4ª ed. São Paulo: Saraiva, 2016, p. 126.

³⁷⁶ “Art. 223 (...).§ 3º Se a incorporação, fusão ou cisão envolverem companhia aberta, as sociedades que a sucederem serão também abertas, devendo obter o respectivo registro e, se for o caso, promover a admissão de negociação das novas ações no mercado secundário, no prazo máximo de cento e vinte dias, contados da data da assembleia-geral que aprovou a operação, observando as normas pertinentes baixadas pela Comissão de Valores Mobiliários”. A respeito ver CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de. **Regime Jurídico das Reorganizações**: societária, empresarial e associativa. São Paulo: 2016, p. 231.

incorporada(s)³⁷⁷. Assim, tanto os ativos quanto os passivos se tornam de titularidade da incorporadora — inclusive os créditos e débitos que não sejam líquidos e exigíveis (como os que se encontram *sub judice*)³⁷⁸ — razão pela qual se trata de uma sucessão universal, não se admitindo a existência da incorporação parcial³⁷⁹.

Ainda que subsista controvérsia doutrinária, entende-se que não há a dissolução da(s) sociedade(s) incorporada(s), mas sua extinção direta, vez que não ocorre a sucessão de atos característicos da liquidação, com a final partilha do patrimônio líquido entre os sócios³⁸⁰.

A incorporação é qualificada como um contrato plurilateral que permite que o patrimônio das sociedades seja reunido³⁸¹, em que não há criação de pessoa jurídica e os sócios não prestam contribuição para a formação³⁸², sendo distinta, portanto, do contrato plurilateral de sociedade. A EIRELI pode ser incorporada por uma sociedade, mas o inverso não é possível, haja vista a exigência de aquela ter apenas um titular do capital social³⁸³.

Não se admite a incorporação de um empresário individual por uma sociedade, em razão de não haver patrimônio em nome daquele³⁸⁴. Já a incorporação de sociedade

³⁷⁷ Vide art. 227 da Lei das S/A e art. 1.116 do Código Civil, ambos já reproduzidos em nota de rodapé.

³⁷⁸ ALVIM, Arruda; ALVIM, Eduardo Arruda; Thamay, Rennan Faria Kruger; NEVES, Fernando Crespo Queiroz. **Aspectos Processuais da Incorporação Societária**: em conformidade com o Novo CPC. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2015, p. 85.

³⁷⁹ BOTREL, Sérgio. **Fusões & Aquisições**. 4ª ed. São Paulo: Saraiva, 2016, p. 125.

³⁸⁰ GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. **Manual das Companhias ou Sociedades Anônimas**. 2ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2010, p. 278. Também neste sentido BLOK, Marcela. **Reorganizações Societárias, Fusões, Incorporações, Cisões e Outros Eventos Societários**: aspectos legais, negociais e práticos. São Paulo: Quartier Latin, 2014, p. 64; CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de. **Regime Jurídico das Reorganizações**: societária, empresarial e associativa. São Paulo: 2016, p. 230. Em sentido contrário, afirmando haver dissolução da sociedade: WALD, Arnoldo; MORAES, Luiza Rangel de; WAISBERG, Ivo. **Fusões, incorporações e aquisições – aspectos societários, contratuais e regulatórios**. WARDE JR., Walfrido Jorge (Coord.). **Fusão, Cisão, Incorporação e Temas Correlatos**. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 32; CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. Vol. 4. Tomo I. São Paulo: Saraiva, 1998, p. 256.

³⁸¹ GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. **Manual das Companhias ou Sociedades Anônimas**. 2ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2010, p. 278.

³⁸² GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. **Direito de Empresa**: comentários aos arts. 966 a 1.195 do Código Civil Brasileiro. São Paulo: RT, 2018, p. 601.

³⁸³ GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. **Direito de Empresa**: comentários aos arts. 966 a 1.195 do Código Civil Brasileiro. São Paulo: RT, 2018, p. 603-604.

³⁸⁴ GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. **Manual das Companhias ou Sociedades Anônimas**. 2ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2010, p. 280. Igualmente: BLOK, Marcela. **Reorganizações**

em liquidação é possível desde que em fase anterior à partilha, vez que permanece com personalidade jurídica até sua extinção, o que somente ocorre com o término da liquidação³⁸⁵.

Também é lícita a incorporação de controladora por sua controlada, em razão de inexistir qualquer dispositivo que vede a operação³⁸⁶, ainda que o § 1º do art. 226 da Lei das S/A³⁸⁷ mencione apenas a hipótese de a controladora incorporar a controlada³⁸⁸. Muniz exemplifica que seria factível que uma subsidiária integral pudesse incorporar a *holding* controladora, em razão da necessidade de permanência da personalidade jurídica da controlada (contrato com poder público que exigisse, por exemplo)³⁸⁹.

Como consequência da incorporação de uma sociedade por outra, aumenta-se o capital social da incorporadora por meio da absorção do patrimônio líquido da(s) incorporada(s), de modo que os sócios da(s) incorporada(s) passam a integrar o quadro societário da incorporadora³⁹⁰, caso não exerçam o direito de retirada³⁹¹.

Em razão da incorporação acarretar emissão de novas ações ou quotas da incorporadora que serão subscritas com ações ou quotas da(s) incorporada(s), o

Societárias, Fusões, Incorporações, Cisões e Outros Eventos Societários: aspectos legais, negociais e práticos. São Paulo: Quartier Latin, 2014, p. 75.

³⁸⁵ GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. **Manual das Companhias ou Sociedades Anônimas.** 2ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2010, p. 281. Igualmente: BLOK, Marcela. **Reorganizações Societárias, Fusões, Incorporações, Cisões e Outros Eventos Societários:** aspectos legais, negociais e práticos. São Paulo: Quartier Latin, 2014, p. 75.

³⁸⁶ BLOK, Marcela. **Reorganizações Societárias, Fusões, Incorporações, Cisões e Outros Eventos Societários:** aspectos legais, negociais e práticos. São Paulo: Quartier Latin, 2014, p. 81-82.

³⁸⁷ “Art. 226. As operações de incorporação, fusão e cisão somente poderão ser efetivadas nas condições aprovadas se os peritos nomeados determinarem que o valor do patrimônio ou patrimônios líquidos a serem vertidos para a formação de capital social é, ao menos, igual ao montante do capital a realizar.

§ 1º As ações ou quotas do capital da sociedade a ser incorporada que forem de propriedade da companhia incorporadora poderão, conforme dispuser o protocolo de incorporação, ser extintas, ou substituídas por ações em tesouraria da incorporadora, até o limite dos lucros acumulados e reservas, exceto a legal”.

³⁸⁸ A respeito, MUNIZ, Ian. **Fusões e Aquisições:** aspectos fiscais e societários. 2ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 121.

³⁸⁹ MUNIZ, Ian. **Fusões e Aquisições:** aspectos fiscais e societários. 2ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 122.

³⁹⁰ KALANSKY, Daniel. **Incorporação de Ações:** estudo de casos e precedentes. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 35.

³⁹¹ RIBEIRO, Renato Ventura. Incorporação de Companhia Controlada. In: WARDE JR., Walfrido Jorge (Coord.). In: WARDE JR., Walfrido Jorge (Coord.). **Fusão, Cisão, Incorporação e Temas Correlatos.** São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 109.

legislador³⁹² demonstra preocupação no que se refere à avaliação das participações societárias, exigindo a apuração por peritos e aprovação nas assembleias gerais³⁹³.

Este aumento de capital social não ocorrerá somente se o patrimônio líquido da(s) incorporada(s) for zero e quando a incorporação de sociedades envolver a controladora e sua subsidiária integral³⁹⁴.

Como consequência destas exceções, pode-se afirmar que a incorporação é o ato de transferência do patrimônio da(s) sociedade(s) incorporada(s) à incorporadora, em que esta, geralmente, retribui os sócios daquela(s) mediante participação no capital social da incorporadora³⁹⁵.

Por outro lado, há restrições legais à incorporação quando se está diante de forma de organização empresarial sujeita a normas que expressamente delimitam a possibilidade de alteração do objeto social que poderá resultar da operação. É o caso, por exemplo, da Empresa Simples de Crédito, que não poderá ser incorporada ou incorporar outra empresa que não possua o mesmo objeto societário³⁹⁶. Também das demais atividades que dependam de licenças específicas, caso das instituições financeiras.

³⁹² “Art. 226. As operações de incorporação, fusão e cisão somente poderão ser efetivadas nas condições aprovadas se os peritos nomeados determinarem que o valor do patrimônio ou patrimônios líquidos a serem vertidos para a formação de capital social é, ao menos, igual ao montante do capital a realizar.

§ 1º As ações ou quotas do capital da sociedade a ser incorporada que forem de propriedade da companhia incorporadora poderão, conforme dispuser o protocolo de incorporação, ser extintas, ou substituídas por ações em tesouraria da incorporadora, até o limite dos lucros acumulados e reservas, exceto a legal.

§ 2º O disposto no § 1º aplicar-se-á aos casos de fusão, quando uma das sociedades fundidas for proprietária de ações ou quotas de outra, e de cisão com incorporação, quando a companhia que incorporar parcela do patrimônio da cindida for proprietária de ações ou quotas do capital desta.

§ 3º A Comissão de Valores Mobiliários estabelecerá normas especiais de avaliação e contabilização aplicáveis às operações de fusão, incorporação e cisão que envolvam companhia aberta”.

³⁹³ RIBEIRO, Renato Ventura. Incorporação de Companhia Controlada. In: WARDE JR., Walfrido Jorge (Coord.). In: WARDE JR., Walfrido Jorge (Coord.). **Fusão, Cisão, Incorporação e Temas Correlatos**. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 110.

³⁹⁴ BOTREL, Sérgio. **Fusões & Aquisições**. 4ª ed. São Paulo: Saraiva, 2016, p. 126-127.

³⁹⁵ BLOK, Marcela. **Reorganizações Societárias, Fusões, Incorporações, Cisões e Outros Eventos Societários**: aspectos legais, negociais e práticos. São Paulo: Quartier Latin, 2014, p. 70.

³⁹⁶ Art. 2º, *caput*, da Lei Complementar 167/2019, *in verbis*: “A ESC deve adotar a forma de empresa individual de responsabilidade limitada (Eireli), empresário individual ou sociedade limitada constituída exclusivamente por pessoas naturais e terá por objeto social exclusivo as atividades enumeradas no art. 1º desta Lei Complementar”.

As sociedades estatais, da mesma forma, além de não poderem ser objeto de operação societária sem lei autorizadora, salvo quando se tratar de operação com subsidiária³⁹⁷, não poderão estar envolvidas em operações societárias que configurem alguma forma de alteração de seu objeto em dissonância com os termos da Lei que autorizou a sua criação.

Nesta esteira, a partir da proposta de qualificação apresentada, pode-se questionar se a incorporação é efetivamente uma operação de compra e venda de empresa.

De um lado, poder-se-ia afirmar seu enquadramento, em razão de que há transferência do patrimônio da incorporada para a incorporadora, passando esta a ter poder de controle sobre a empresa. Por outro lado, tal transmissão do patrimônio ocorre a título de integralização do capital social (com as ressalvas acima)³⁹⁸.

Outra forma de analisar a questão revela, no entanto, que a incorporação de sociedade não resultará necessariamente em transmissão do poder de controle. O fator determinante para a transferência de tal poder é o valor do patrimônio líquido da incorporada e a substituição dos direitos de sócios extintos com a incorporação³⁹⁹. Destarte é possível, mas não obrigatório, que a incorporação resulte em transferência do poder de controle da sociedade.

Consequentemente, é possível que a incorporação de sociedade seja uma forma de compra e venda de empresa, entretanto, não será em todas as situações, dependendo de ter havido ou não a transferência do poder de controle por meio da referida operação.

Há problemas conceituais e de classificação não somente no que diz respeito à caracterização sem ressalvas da incorporação como uma operação de compra e venda de empresas. Reorganizações societárias anunciadas como fusões, não raramente, são

³⁹⁷ A Lei das Estatais, Lei nº 13.303/2016, autoriza a alienação de subsidiárias independentemente de Lei autorizadora específica, o que foi recentemente chancelado pelo Supremo Tribunal Federal na Ação Direta de Inconstitucionalidade (ADI) n. 5624.

³⁹⁸ BLOK, Marcela. **Reorganizações Societárias, Fusões, Incorporações, Cisões e Outros Eventos Societários**: aspectos legais, negociais e práticos. São Paulo: Quartier Latin, 2014, p. 309.

³⁹⁹ BOTREL, Sérgio. **Fusões & Aquisições**. 4ª ed. São Paulo: Saraiva, 2016, p. 132.

estruturadas na forma de incorporação⁴⁰⁰, como é o exemplo da concentração horizontal havida entre Sadia e Perdigão⁴⁰¹.

Tais operações não se confundem no ordenamento jurídico brasileiro, ainda que no Brasil existam normas idênticas aplicáveis aos dois movimentos societários, como as que regulam quórum, direito de retirada e direito dos credores⁴⁰². A incorporadora é uma sociedade já existente, enquanto na fusão uma nova sociedade surge após a extinção das que se fundiram⁴⁰³.

Conforme explica Botrel, a fusão traz inconvenientes como a necessidade de constituição de uma nova sociedade (e todos os aspectos burocráticos daí decorrentes) e a perda de prerrogativas fiscais (aproveitamento de prejuízos), o que justifica a baixa opção pelo referido movimento societário⁴⁰⁴.

No aspecto decisório, especialmente relevante para a economia comportamental, constata-se que necessariamente a incorporação de sociedade envolve mais de uma pessoa jurídica, o que traz como decorrência que a operação somente poderá ocorrer se aprovada em deliberação dos sócios da incorporadora e da(s) incorporada(s)⁴⁰⁵.

Como é cediço, nas companhias de capital aberto e de capital autorizado, os acionistas, por maioria simples (salvo estipulação estatutária que preveja quórum mais

⁴⁰⁰ BLOK, Marcela. **Reorganizações Societárias, Fusões, Incorporações, Cisões e Outros Eventos Societários**: aspectos legais, negociais e práticos. São Paulo: Quartier Latin, 2014, p. 309.

⁴⁰¹ CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de. **Regime Jurídico das Reorganizações**: societária, empresarial e associativa. São Paulo: 2016, p. 230.

⁴⁰² GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. A fusão, a incorporação e a cisão na Lei de Sociedades por Ações. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, n. 23, ano XV, 1976, pp. 71-82, p. 74-75.

⁴⁰³ GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. **Direito de Empresa**: comentários aos arts. 966 a 1.195 do Código Civil Brasileiro. São Paulo: RT, 2018, p. 602. Também neste sentido: BLOK, Marcela. **Reorganizações Societárias, Fusões, Incorporações, Cisões e Outros Eventos Societários**: aspectos legais, negociais e práticos. São Paulo: Quartier Latin, 2014, p. 65; WALD, Arnoldo; MORAES, Luiza Rangel de; WAISBERG, Ivo. Fusões, incorporações e aquisições – aspectos societários, contratuais e regulatórios. In: WARDE JR., Walfrido Jorge (Coord.). **Fusão, Cisão, Incorporação e Temas Correlatos**. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 32.

⁴⁰⁴ BOTREL, Sérgio. **Fusões & Aquisições**. 4ª ed. São Paulo: Saraiva, 2016, p. 119.

⁴⁰⁵ RIBEIRO, Renato Ventura. Incorporação de Companhia Controlada. In: WARDE JR., Walfrido Jorge (Coord.). In: WARDE JR., Walfrido Jorge (Coord.). **Fusão, Cisão, Incorporação e Temas Correlatos**. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 109.

elevado), elegem os membros do conselho de administração (arts. 122, II⁴⁰⁶ e 140⁴⁰⁷ da Lei 6404/76). Estes, também por maioria simples (salvo estipulação estatutária em contrário que eleve o quórum), elegem os membros da diretoria (arts. 142, II⁴⁰⁸ e 143⁴⁰⁹). Os diretores, por sua vez, em conjunto com os conselheiros de administração, negociam o Protocolo (art. 224⁴¹⁰) e elaboram a justificação, os quais serão apresentados em assembleia geral extraordinária para aprovação ou rejeição, mediante quórum qualificado (arts. 225⁴¹¹ e 252⁴¹²).

Nesta esteira, verifica-se que o processo decisório acerca da incorporação é iniciado pelos administradores e são estes que apresentarão o Protocolo e a justificação para apreciação dos acionistas em assembleia geral.

Desta estrutura procedimental pode resultar que os acionistas controladores aprovem sozinhos tanto a designação dos membros que negociarão o Protocolo (administradores) quanto o próprio instrumento em si⁴¹³.

Nas companhias de capital fechado que optem por não ter conselho de administração e nos demais tipos societários personificados — inclusive nas sociedades limitadas — os diretores são os responsáveis pela negociação do Protocolo e compete

⁴⁰⁶ “Art. 122. Compete privativamente à assembleia geral: (...)

II - eleger ou destituir, a qualquer tempo, os administradores e fiscais da companhia, ressalvado o disposto no inciso II do art. 142”.

⁴⁰⁷ “Art. 140. O conselho de administração será composto por, no mínimo, 3 (três) membros, eleitos pela assembléia-geral e por ela destituíveis a qualquer tempo, devendo o estatuto estabelecer: (...).

⁴⁰⁸ “Art. 142. Compete ao conselho de administração: (...)”.

II - eleger e destituir os diretores da companhia e fixar-lhes as atribuições, observado o que a respeito dispuser o estatuto;”.

⁴⁰⁹ “Art. 143. A Diretoria será composta por 2 (dois) ou mais diretores, eleitos e destituíveis a qualquer tempo pelo conselho de administração, ou, se inexistente, pela assembléia-geral, devendo o estatuto estabelecer: (...)”.

⁴¹⁰ “Art. 224. As condições da incorporação, fusão ou cisão com incorporação em sociedade existente constarão de protocolo firmado pelos órgãos de administração ou sócios das sociedades interessadas, que incluirá: (...)”.

⁴¹¹ “Art. 225. As operações de incorporação, fusão e cisão serão submetidas à deliberação da assembléia-geral das companhias interessadas mediante justificação, na qual serão expostos: (...)”.

⁴¹² “Art. 252. A incorporação de todas as ações do capital social ao patrimônio de outra companhia brasileira, para convertê-la em subsidiária integral, será submetida à deliberação da assembléia-geral das duas companhias mediante protocolo e justificação, nos termos dos artigos 224 e 225”.

⁴¹³ RODRIGUES, Ana Carolina. A incorporação de companhia controlada pela companhia controladora em face do art. 264 da Lei n. 6404/76 e o parecer de orientação CVM n. 35. In: PRADO, Viviane Muller; CARMO, Lie Uema do. (orgs.). **Estudos Empíricos Sobre Temas do Direito Societário**. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 126.

aos sócios ou acionistas, em deliberação, aprovar ou rejeitar a incorporação de sociedade⁴¹⁴.

Nas sociedades simples, em nome coletivo e em comandita simples será necessária a aprovação por todos os sócios em razão do quórum previsto no art. 999 do Código Civil⁴¹⁵. Na sociedade limitada será preciso a concordância de sócios que representem ao menos 3/4 (três quartos) do capital social⁴¹⁶. Na sociedade cooperativa, por fim, a aprovação é condicionada ao voto de 2/3 (dois terços) dos cooperados presentes à assembleia⁴¹⁷.

A situação de potencial oposição de interesses entre minoritários e controladores fica ainda mais acentuada se observada a possibilidade de incorporação de sociedade controlada pela controladora. Neste caso, inexistem duas maiorias societárias que deliberem autonomamente sobre a conveniência ou não do ato de concentração, já que a vontade é apenas da controladora⁴¹⁸. Destarte, justifica-se uma maior cautela legal para essa modalidade específica de incorporação.

⁴¹⁴ RIBEIRO, Renato Ventura. Incorporação de Companhia Controlada. In: WARDE JR., Walfrido Jorge (Coord.). In: WARDE JR., Walfrido Jorge (Coord.). **Fusão, Cisão, Incorporação e Temas Correlatos**. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 111.

⁴¹⁵ Nas sociedades em nome coletivo e em comandita simples, o quórum é identificado pela ausência de previsão no regime próprio e conseqüente incidência do art. 999 do Código Civil (regime da sociedade simples). “Art. 999. As modificações do contrato social, que tenham por objeto matéria indicada no [art. 997](#), dependem do consentimento de todos os sócios; as demais podem ser decididas por maioria absoluta de votos, se o contrato não determinar a necessidade de deliberação unânime”.

⁴¹⁶ “Art. 1.071. Dependem da deliberação dos sócios, além de outras matérias indicadas na lei ou no contrato:

(...)

VI - a incorporação, a fusão e a dissolução da sociedade, ou a cessação do estado de liquidação; Art. 1.076. Ressalvado o disposto no art. 1.061, as deliberações dos sócios serão tomadas

I - pelos votos correspondentes, no mínimo, a três quartos do capital social, nos casos previstos nos [incisos V e VI do art. 1.071](#);

(...)”

⁴¹⁷ “Art. 46. É da competência exclusiva da Assembléia Geral Extraordinária deliberar sobre os seguintes assuntos:

(...)

II - fusão, incorporação ou desmembramento;

(...)

Parágrafo único. São necessários os votos de 2/3 (dois terços) dos associados presentes, para tornar válidas as deliberações de que trata este artigo”.

⁴¹⁸ RIBEIRO, Renato Ventura. Incorporação de Companhia Controlada. In: WARDE JR., Walfrido Jorge (Coord.). **Fusão, Cisão, Incorporação e Temas Correlatos**. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 102. Também: RODRIGUES, Ana Carolina. A incorporação de companhia controlada pela companhia controladora em face do art. 264 da Lei n. 6404/76 e o parecer de orientação CVM n. 35. In: PRADO,

A fim de assegurar direitos dos minoritários, o legislador fez previsão específica no que se refere à incorporação de sociedade controlada pela controladora (art. 264⁴¹⁹), disciplinando que o reembolso possa ser feito mediante o pagamento por critério distinto do previsto no art. 45⁴²⁰, qual seja, pelo valor da avaliação do patrimônio líquido a preço de mercado⁴²¹.

No mesmo sentido, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) editou o Parecer de Orientação n. 35 recomendando procedimento próprio a ser seguido pelos administradores nos casos de incorporação de incorporada pela incorporadora, para que efetivamente aqueles que exercem a administração zelem pelo interesse das companhias envolvidas (e não necessariamente dos acionistas controladores)⁴²², sugerindo cautelas adicionais para que seja assegurada transparência ao negócio⁴²³.

Viviane Muller; CARMO, Lie Uema do. (orgs.). **Estudos Empíricos Sobre Temas do Direito Societário**. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 123.

⁴¹⁹ “Art. 264. Na incorporação, pela controladora, de companhia controlada, a justificação, apresentada à assembléia-geral da controlada, deverá conter, além das informações previstas nos arts. 224 e 225, o cálculo das relações de substituição das ações dos acionistas não controladores da controlada com base no valor do patrimônio líquido das ações da controladora e da controlada, avaliados os dois patrimônios segundo os mesmos critérios e na mesma data, a preços de mercado, ou com base em outro critério aceito pela Comissão de Valores Mobiliários, no caso de companhias abertas”.

⁴²⁰ “Art. 45. O reembolso é a operação pela qual, nos casos previstos em lei, a companhia paga aos acionistas dissidentes de deliberação da assembléia-geral o valor de suas ações.

§ 1º O estatuto pode estabelecer normas para a determinação do valor de reembolso, que, entretanto, somente poderá ser inferior ao valor de patrimônio líquido constante do último balanço aprovado pela assembléia-geral, observado o disposto no § 2º, se estipulado com base no valor econômico da companhia, a ser apurado em avaliação (§§ 3º e 4º). (...)”.

⁴²¹ Tal faculdade só subsistirá se preenchida a hipótese do parágrafo terceiro do art. 264 da Lei das S/A. “Art. 264 (...). § 3º Se as relações de substituição das ações dos acionistas não controladores, previstas no protocolo da incorporação, forem menos vantajosas que as resultantes da comparação prevista neste artigo, os acionistas dissidentes da deliberação da assembléia-geral da controlada que aprovar a operação, observado o disposto nos arts. 137, II, e 230, poderão optar entre o valor de reembolso fixado nos termos do art. 45 e o valor do patrimônio líquido a preços de mercado”.

⁴²² RODRIGUES, Ana Carolina. A incorporação de companhia controlada pela companhia controladora em face do art. 264 da Lei n. 6404/76 e o parecer de orientação CVM n. 35. In: PRADO, Viviane Muller; CARMO, Lie Uema do. (orgs.). **Estudos Empíricos Sobre Temas do Direito Societário**. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 137.

⁴²³ As orientações previstas em referido parecer são:

“i) a relação de troca e demais termos e condições da operação devem ser objeto de negociações efetivas entre as partes na operação;

ii) o início das negociações deve ser divulgado ao mercado imediatamente, como fato relevante, a menos que o interesse social exija que a operação seja mantida em sigilo;

iii) os administradores devem buscar negociar a melhor relação de troca e os melhores termos e condições possíveis para os acionistas da companhia;

iv) os administradores devem obter todas as informações necessárias para desempenhar sua função;

Tanto a previsão legal quanto o Parecer de Orientação não são capazes de, por si só, assegurar a lisura do negócio, porém, servem como estímulos para o respeito aos direitos dos minoritários e aos deveres fiduciários dos administradores.

O segundo mecanismo societário que, potencialmente, poderia ser qualificado como compra e venda de empresa é a incorporação de ações, movimento distinto da incorporação de sociedade⁴²⁴.

A incorporação de ações ocorre quando todas as ações de uma sociedade são transferidas em aumento de capital de outra, tornando-se a sociedade cujas participações

-
- v) os administradores devem ter tempo suficiente para desempenhar sua função;
 - vi) as deliberações e negociações devem ser devidamente documentadas, para posterior averiguação;
 - vii) os administradores devem considerar a necessidade ou conveniência de contratar assessores jurídicos e financeiros;
 - viii) os administradores devem se assegurar de que os assessores contratados sejam independentes em relação ao controlador e remunerados adequadamente, pela companhia;
 - ix) os trabalhos dos assessores contratados devem ser devidamente supervisionados;
 - x) eventuais avaliações produzidas pelos assessores devem ser devidamente fundamentadas e os respectivos critérios, especificados;
 - xi) os administradores devem considerar a possibilidade de adoção de formas alternativas para conclusão da operação, como ofertas de aquisição ou de permuta de ações;
 - xii) os administradores devem rejeitar a operação caso a relação de troca e os demais termos e condições propostos sejam insatisfatórios;
 - xiii) a decisão final dos administradores sobre a matéria, depois de analisá-la com lealdade à companhia e com a diligência exigida pela lei, deve ser devidamente fundamentada e documentada; e
 - xiv) todos os documentos que embasaram a decisão dos administradores devem ser colocados à disposição dos acionistas, na forma do art. 3º da Instrução CVM n. 319, de 3 de dezembro de 1999.

Além disso, seguindo a experiência internacional acerca da interpretação dos deveres fiduciários dos administradores, a CVM recomenda que:

- i) um comitê especial independente seja constituído para negociar a operação e submeter suas recomendações ao conselho de administração, observando as orientações contidas no parágrafo anterior; ou
- ii) a operação seja condicionada à aprovação da maioria dos acionistas não-controladores, inclusive os titulares de ações sem direito a voto ou com voto restrito.

Na formação do comitê especial independente acima referido, a CVM recomenda a adoção de uma das seguintes alternativas:

- i) comitê composto exclusivamente por administradores da companhia, em sua maioria independentes;
- ii) comitê composto por não-administradores da companhia, todos independentes e com notória capacidade técnica, desde que o comitê esteja previsto no estatuto, para os fins do art. 160 da Lei nº 6.404, de 1976; ou
- iii) comitê composto por: (a) um administrador escolhido pela maioria do conselho de administração; (b) um conselheiro eleito pelos acionistas não-controladores; e (c) um terceiro, administrador ou não, escolhido em conjunto pelos outros dois membros”.

⁴²⁴ GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. **Manual das Companhias ou Sociedades Anônimas**. 2ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2010, p. 279.

societárias foram transferidas em subsidiária integral⁴²⁵. Conforme explica Eirizik, trata-se de negócio plurilateral que tem por objetivo a integração da participação societária por meio da reunião de todas as ações da incorporada ao patrimônio da incorporadora⁴²⁶.

A transferência de ações ocorre entre as sociedades, não entre os seus sócios⁴²⁷. A lei exige que a incorporadora seja companhia brasileira⁴²⁸ e não há extinção da participação societária da incorporada, tão somente, as ações se tornam de propriedade exclusiva da incorporadora⁴²⁹.

Observe-se que na incorporação de ações não há extinção de qualquer sociedade, o que corrobora com a distinção em relação ao movimento anterior. Na incorporação de ações, a incorporada continua existindo com personalidade jurídica distinta da incorporadora, inclusive permanecendo como titular dos bens e dívidas⁴³⁰. Em razão disso, critica-se a utilização pelo legislador do termo incorporação⁴³¹, já que não há a absorção do patrimônio, tratando-se, portanto, de operação radicalmente distinta da incorporação de sociedade.

Há também diferença quanto ao direito de retirada assegurado aos acionistas que tenham sido vencidos na deliberação que aprovou a operação. Na incorporação de ações, os dissidentes da incorporadora e da incorporada poderão se retirar da sociedade mediante reembolso, enquanto na incorporação de sociedade tal direito é assegurado

⁴²⁵ “Art. 252 da Lei das S/A. A incorporação de todas as ações do capital social ao patrimônio de outra companhia brasileira, para convertê-la em subsidiária integral, será submetida à deliberação da assembléia-geral das duas companhias mediante protocolo e justificação, nos termos dos artigos 224 e 225”. A respeito: EIZIRIK, Nelson. Incorporação de Ações: aspectos polêmicos. In: WARDE JR., Walfrido Jorge (Coord.). Fusão, Cisão, Incorporação e Temas Correlatos. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 78.

⁴²⁶ EIZIRIK, Nelson. Incorporação de Ações: aspectos polêmicos. In: WARDE JR., Walfrido Jorge (Coord.). Fusão, Cisão, Incorporação e Temas Correlatos. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 83.

⁴²⁷ BOTREL, Sérgio. **Fusões & Aquisições**. 4ª ed. São Paulo: Saraiva, 2016, p. 146.

⁴²⁸ Vide art. 252 da Lei das S/A, acima reproduzido.

⁴²⁹ KALANSKY, Daniel. **Incorporação de Ações**: estudo de casos e precedentes. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 38.

⁴³⁰ KALANSKY, Daniel. **Incorporação de Ações**: estudo de casos e precedentes. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 39.

⁴³¹ São críticos da nomenclatura: GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. **Direito de Empresa**: comentários aos arts. 966 a 1.195 do Código Civil Brasileiro. São Paulo: RT, 2018, p. 604; MARTINS, Fran. **Comentários à Lei das Sociedades Anônimas**. v. 3. Rio de Janeiro: Forense, 1978, p. 315; TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. **Das sociedades anônimas do direito brasileiro**. São Paulo: Ed. José Bushatsky, 1979, p. 727.

somente aos dissidentes da sociedade incorporada, o que é constatável a partir da leitura dos artigos 136, IV e 137 da Lei das Sociedades por Ações⁴³².

Procedimentalmente, a incorporação de ações também depende de deliberação das duas companhias envolvidas, sendo necessária a apresentação de protocolo e justificação⁴³³.

Ainda que haja posicionamento em sentido diverso⁴³⁴, entende-se que nas incorporações de ações não haverá necessariamente aquisição de controle, vez que o fato da incorporadora assumir a totalidade da participação societária da incorporada não é suficiente para afirmar que o controle esteja sendo transferido.

Note-se que a incorporada poderia já ser controlada da incorporadora, objetivando esta, tão simplesmente, majorar sua participação societária e transformá-la em subsidiária integral. Por consequência, não ocorrerá obrigatoriamente transferência

⁴³² “Art. 136. É necessária a aprovação de acionistas que representem metade, no mínimo, das ações com direito a voto, se maior quorum não for exigido pelo estatuto da companhia cujas ações não estejam admitidas à negociação em bolsa ou no mercado de balcão, para deliberação sobre: (...)

IV - fusão da companhia, ou sua incorporação em outra;

Art. 137. A aprovação das matérias previstas nos incisos I a VI e IX do art. 136 dá ao acionista dissidente o direito de retirar-se da companhia, mediante reembolso do valor das suas ações (art. 45), observadas as seguintes normas: (...).

Interessante observar que ao revés do que é disciplinado no regime das Sociedades por Ações, no regime da sociedade limitada, o recesso é assegurado indistintamente aos sócios da incorporadora e da incorporada, por força do disposto no art. 1.077 do Código Civil: Art. 1.077. Quando houver modificação do contrato, fusão da sociedade, incorporação de outra, ou dela por outra, terá o sócio que dissentiu o direito de retirar-se da sociedade, nos trinta dias subsequentes à reunião, aplicando-se, no silêncio do contrato social antes vigente, o disposto no art. 1.031”.

⁴³³ “Art. 252 (...) § 1º A assembleia-geral da companhia incorporadora, se aprovar a operação, deverá autorizar o aumento do capital, a ser realizado com as ações a serem incorporadas e nomear os peritos que as avaliarão; os acionistas não terão direito de preferência para subscrever o aumento de capital, mas os dissidentes poderão retirar-se da companhia, observado o disposto no art. 137, II, mediante o reembolso do valor de suas ações, nos termos do art. 230. § 2º A assembleia-geral da companhia cujas ações houverem de ser incorporadas somente poderá aprovar a operação pelo voto de metade, no mínimo, das ações com direito a voto, e se a aprovar, autorizará a diretoria a subscrever o aumento do capital da incorporadora, por conta dos seus acionistas; os dissidentes da deliberação terão direito de retirar-se da companhia, observado o disposto no art. 137, II, mediante o reembolso do valor de suas ações, nos termos do art. 230. § 3º Aprovado o laudo de avaliação pela assembleia-geral da incorporadora, efetivar-se-á a incorporação e os titulares das ações incorporadas receberão diretamente da incorporadora as ações que lhes couberem. § 4º A Comissão de Valores Mobiliários estabelecerá normas especiais de avaliação e contabilização aplicáveis às operações de incorporação de ações que envolvam companhia aberta”.

⁴³⁴ Para BLOK, necessariamente há transferência de controle, vide BLOK, Marcela. **Reorganizações Societárias, Fusões, Incorporações, Cisões e Outros Eventos Societários: aspectos legais, negociais e práticos**. São Paulo: Quartier Latin, 2014, p. 71.

do poder de controle e, seguindo o critério estabelecido no trabalho, não se pode rotular indistintamente a operação como compra e venda de empresa.

A terceira modalidade analisada é a alienação de participações societárias, a qual abrange tanto a cessão de ações quanto de quotas. A alienação pode se dar a título oneroso ou gratuito e pode ter como contratantes sócios entre si ou alguém que seja sócio com pessoa que não ostente esta condição⁴³⁵. A cessão a título oneroso tem como substrato o contrato de compra e venda de empresa ou de permuta, de modo que incidem as regras de compra e venda no que não estiver regulado pelo contrato de cessão⁴³⁶.

Por meio da cessão onerosa de participação societária, o adquirente assume a condição de sócio no lugar do alienante, de modo que lhe são transmitidos tantos os direitos patrimoniais quanto os pessoais de sócio⁴³⁷. Como sintetizado por Buschinelli: “[o] cálculo de conveniência do negócio jurídico realizado pelo comprador normalmente é pautado pelos direitos políticos ou econômicos que a participação atribui na sociedade”⁴³⁸.

Nas sociedades anônimas abertas, a transferência de ações é livre e se trata de característica fundamental⁴³⁹. Nas companhias de capital fechado, admite-se que sejam impostas limitações à circulação das ações, desde que sejam minuciosas e taxativas, não impeçam absolutamente o acionista de alienar as suas ações e não sujeitem o acionista ao arbítrio dos órgãos de administração ou da maioria dos acionistas⁴⁴⁰. Em

⁴³⁵ GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. **Direito de Empresa**: comentários aos arts. 966 a 1.195 do Código Civil Brasileiro. São Paulo: RT, 2018, p. 402.

⁴³⁶ GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis; FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. Empresa Individual de Responsabilidade Limitada e Sociedades de Pessoas. In: CARVALHOSA, Modesto (coord.). **Tratado de Direito Empresarial**. 2ª ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2018, p. 462.

⁴³⁷ GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. **Direito de Empresa**: comentários aos arts. 966 a 1.195 do Código Civil Brasileiro. São Paulo: RT, 2018, p. 402. No mesmo sentido: BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. **Compra e Venda de Participações Societárias de Controle**. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 28.

⁴³⁸ BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. **Compra e Venda de Participações Societárias de Controle**. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 27.

⁴³⁹ EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**: Arts. 1º a 120. Vol. 1. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 236-237.

⁴⁴⁰ “Art. 36. O estatuto da companhia fechada pode impor limitações à circulação das ações nominativas, contanto que regule minuciosamente tais limitações e não impeça a negociação, nem sujeite o acionista ao arbítrio dos órgãos de administração da companhia ou da maioria dos acionistas.

razão desta previsão específica incidente sobre as sociedades anônimas fechadas, Carvalhosa e Kuyven afirmam que vige “o princípio da transmissibilidade relativa das ações e não mais o da sua livre transmissibilidade”⁴⁴¹.

No regime das sociedades limitadas, observa-se que o art. 1057⁴⁴² prevê que, salvo estipulação contratual em contrário, é permitida a cessão de quotas entre sócios, sem a necessidade de oitiva dos demais e a terceiros desde que não haja a oposição de titulares de mais de 1/4 (um quarto) do capital social⁴⁴³. A incidência da regra inscrita no art. 1.057 traz potencial para geração de diversos problemas⁴⁴⁴, especialmente porque a possibilidade de transferência entre sócios sem a necessidade de oitiva dos demais pode acarretar em desagradáveis surpresas, inclusive podendo gerar desequilíbrio nas participações societárias e, por consequência, nas deliberações.

As transferências podem abranger uma parte das quotas ou ações ou a totalidade delas. Neste sentido, a cessão onerosa de quotas ou ações pode se configurar como uma operação de compra e venda de empresa de acordo com os parâmetros fixados pelo trabalho. Para isso, basta que ocorra a transferência onerosa de percentual de quotas ou ações suficientes para que o adquirente possa exercer o poder de controle sobre a sociedade adquirida e que quem as adquiriu efetivamente faça uso desse poder.

A delimitação de qual será o percentual dependerá, em primeiro lugar, do tipo societário, já que na sociedade limitada, por exemplo, apenas com três quartos do capital social um sócio ou grupo de sócios teria condições de prevalecer na maior parte das

Parágrafo único. A limitação à circulação criada por alteração estatutária somente se aplicará às ações cujos titulares com ela expressamente concordarem, mediante pedido de averbação no livro de ‘Registro de Ações Nominativas’.”

⁴⁴¹ CARVALHOSA, Modesto; KUYVEN, Fernando. *Sociedades Anônimas*. In: CARVALHOSA, Modesto (coord.). **Tratado de Direito Empresarial**. 2ª ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2018, p. 367.

⁴⁴² “Art. 1.057. Na omissão do contrato, o sócio pode ceder sua quota, total ou parcialmente, a quem seja sócio, independentemente de audiência dos outros, ou a estranho, se não houver oposição de titulares de mais de um quarto do capital social”.

⁴⁴³ A respeito: CORRÊA-LIMA, Osmar Brina. **Sociedade Limitada**. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 49-50.

⁴⁴⁴ GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis; FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Empresa Individual de Responsabilidade Limitada e Sociedades de Pessoas*. In: CARVALHOSA, Modesto (coord.). **Tratado de Direito Empresarial**. 2ª ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2018, p. 464-465.

deliberações, inclusive para alterar o contrato social⁴⁴⁵. Diferentemente, na sociedade anônima a maior parte das deliberações é tomada pela maioria dos presentes na deliberação, de modo que não será preciso, necessariamente, que haja a transferência de mais da metade das ações com direito de voto para a configuração da transmissão do poder de controle, em decorrência do teor da disciplina do art. 116 da Lei n. 6.404/76⁴⁴⁶.

Em segundo lugar, disposições contratuais ou estatutárias específicas podem alterar o percentual considerado suficiente para a caracterização da transferência do controle, já que é possível que existam ações com poderes especiais, como as *golden shares*, capazes de influenciar na definição de quem é o controlador⁴⁴⁷. Sobre as *golden shares*, Salomão Filho as identifica como um eficiente mecanismo de deslocamento do controle⁴⁴⁸. Algo parecido também pode ocorrer nas sociedades que tenham acordo de sócios que disciplinem o exercício do controle.

Desta forma, a alienação de participações societárias pode ser caracterizada como uma operação de compra e venda de empresa, de modo que o fator preponderante será a verificação se houve ou não a transferência do efetivo controle societário.

Petitpierre-Sauvain explica que na compra e venda de ações de controle existiriam dois objetos na contratação: um formal que consistiria na transferência da propriedade das ações e um real que seria o poder de controle que lhe seria

⁴⁴⁵ A respeito especificamente deste quórum de três quartos e a análise das consequências deles: GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis; FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. Empresa Individual de Responsabilidade Limitada e Sociedades de Pessoas. In: CARVALHOSA, Modesto (coord.). **Tratado de Direito Empresarial**. 2ª ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2018, p. 569-570.

⁴⁴⁶ “Art. 116. Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que:

a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e

b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia”.

⁴⁴⁷ Acerca das variantes a serem analisadas para identificar quem é o controlador nas companhias que emitem *golden share* verificar a análise feita em PELA, Juliana Krueger. **As golden shares no direito societário brasileiro** São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 165-172.

⁴⁴⁸ SALOMÃO FILHO, Calixto. **O novo direito societário**. São Paulo: Malheiros, 1998, p. 165.

subjacente⁴⁴⁹. No mesmo sentido, Comparato conclui que a cessão ordinária de ações possui diversidade qualitativa quanto ao objeto se comparada à alienação de controle⁴⁵⁰.

Nesta esteira, é natural o reconhecimento de que o sócio ou grupo de sócios que tenha participação societária suficiente para eleger a maioria dos administradores e orientar a sociedade na consecução de suas finalidades, ou seja, quem tem o poder de controle na sociedade, possua como algo inerente, um sobrevalor no seu conjunto de ações⁴⁵¹.

Nas companhias abertas, por força da previsão dos arts. 254-A e 256⁴⁵² e 257

⁴⁴⁹ PETITPIERRE-SAUVAIN, Anne. **La cession de controle, mode de cession de l'entreprise**. Genève: Georg, 1977, p. 93.

⁴⁵⁰ COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 6ª ed. Rio de Janeiro: Ed. Forense, 2014, p. 231.

⁴⁵¹ GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. **Manual das Companhias ou Sociedades Anônimas**. 2ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2010, p. 302.

⁴⁵² Dentre as principais disposições legais a respeito do tema, destacam-se os seguintes artigos.

“Art. 254-A. A alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta somente poderá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente se obrigue a fazer oferta pública de aquisição das ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia, de modo a lhes assegurar o preço no mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle.

§ 1o Entende-se como alienação de controle a transferência, de forma direta ou indireta, de ações integrantes do bloco de controle, de ações vinculadas a acordos de acionistas e de valores mobiliários conversíveis em ações com direito a voto, cessão de direitos de subscrição de ações e de outros títulos ou direitos relativos a valores mobiliários conversíveis em ações que venham a resultar na alienação de controle acionário da sociedade.

§ 2o A Comissão de Valores Mobiliários autorizará a alienação de controle de que trata o caput, desde que verificado que as condições da oferta pública atendem aos requisitos legais.

§ 3o Compete à Comissão de Valores Mobiliários estabelecer normas a serem observadas na oferta pública de que trata o caput.

§ 4o O adquirente do controle acionário de companhia aberta poderá oferecer aos acionistas minoritários a opção de permanecer na companhia, mediante o pagamento de um prêmio equivalente à diferença entre o valor de mercado das ações e o valor pago por ação integrante do bloco de controle.

Art. 256. A compra, por companhia aberta, do controle de qualquer sociedade mercantil, dependerá de deliberação da assembleia-geral da compradora, especialmente convocada para conhecer da operação, sempre que:

I - O preço de compra constituir, para a compradora, investimento relevante (artigo 247, parágrafo único); ou

II - o preço médio de cada ação ou quota ultrapassar uma vez e meia o maior dos 3 (três) valores a seguir indicados:

a) cotação média das ações em bolsa ou no mercado de balcão organizado, durante os noventa dias anteriores à data da contratação;

b) valor de patrimônio líquido (artigo 248) da ação ou quota, avaliado o patrimônio a preços de mercado (artigo 183, § 1º);

c) valor do lucro líquido da ação ou quota, que não poderá ser superior a 15 (quinze) vezes o lucro líquido anual por ação (artigo 187 n. VII) nos 2 (dois) últimos exercícios sociais, atualizado monetariamente.

ao 263⁴⁵³ da Lei das S/A, parte das vantagens econômicas conferidas aos sócios que possuem esse sobrevalor devem ser estendidas aos acionistas minoritários, por meio da oferta pública de aquisição (OPA). A necessidade de oferta pública de aquisição pode tornar o negócio economicamente desinteressante por conta do custo da operação⁴⁵⁴.

A alienação, direta ou indireta, do controle de sociedade anônima aberta somente pode ocorrer se o adquirente se obrigar a fazer oferta pública de aquisição das ações com direito a voto dos demais acionistas, assegurando-lhe preço no mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto do bloco de controle⁴⁵⁵.

O mesmo direito assegurado aos acionistas minoritários com direito a voto pode ser estendido estatutariamente aos acionistas preferenciais sem direito a voto e aos acionistas de companhias fechadas⁴⁵⁶. Também não há impeditivo para que a cláusula *tag along* seja inserida nos demais tipos societários.

§ 1º A proposta ou o contrato de compra, acompanhado de laudo de avaliação, observado o disposto no art. 8º, §§ 1º e 6º, será submetido à prévia autorização da assembleia-geral, ou à sua ratificação, sob pena de responsabilidade dos administradores, instruído com todos os elementos necessários à deliberação.

§ 2º Se o preço da aquisição ultrapassar uma vez e meia o maior dos três valores de que trata o inciso II do caput, o acionista dissidente da deliberação da assembleia que a aprovar terá o direito de retirar-se da companhia mediante reembolso do valor de suas ações, nos termos do art. 137, observado o disposto em seu inciso II”.

⁴⁵³ “Art. 257. A oferta pública para aquisição de controle de companhia aberta somente poderá ser feita com a participação de instituição financeira que garanta o cumprimento das obrigações assumidas pelo ofertante.

(...)

§ 1º Se a oferta contiver permuta, total ou parcial, dos valores mobiliários, somente poderá ser efetuada após prévio registro na Comissão de Valores Mobiliários.

§ 2º A oferta deverá ter por objeto ações com direito a voto em número suficiente para assegurar o controle da companhia e será irrevogável.

§ 3º Se o ofertante já for titular de ações votantes do capital da companhia, a oferta poderá ter por objeto o número de ações necessário para completar o controle, mas o ofertante deverá fazer prova, perante a Comissão de Valores Mobiliários, das ações de sua propriedade.

§ 4º A Comissão de Valores Mobiliários poderá expedir normas sobre oferta pública de aquisição de controle”.

⁴⁵⁴ COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 6ª ed. Rio de Janeiro: Ed. Forense, 2014, p. 204. A respeito do tema, os próprios autores descrevem que a grande maior parte das companhias no Brasil não contam com capital disperso, vide COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 6ª ed. Rio de Janeiro: Ed. Forense, 2014, p. 215. No mesmo sentido: MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Aquisição de Controle na Sociedade Anônima**. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 39.

⁴⁵⁵ GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. **Manual das Companhias ou Sociedades Anônimas**. 2ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2010, p. 302-303.

⁴⁵⁶ GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. **Manual das Companhias ou Sociedades Anônimas**. 2ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2010, p. 303.

A Lei n. 6404/76 previu dois regimes distintos e excludentes de oferta pública de aquisição para regular a alienação do controle, sendo uma obrigatória e uma voluntária. O art. 254-A (obrigatória) regula a alienação de controle, operação pela qual parte ou o todo das ações do bloco de controle é transferida a terceiro, que passa a deter o poder de controle⁴⁵⁷. Já o art. 257 (voluntária) trata da aquisição de controle de companhia com dispersão acionária⁴⁵⁸.

A diferença se encontra na verificação da companhia já ter ou não um controlador⁴⁵⁹. Observe-se que só é possível falar em alienação de controle se a sociedade já possuir um controlador, distinguindo-se, portanto, de uma simples compra e venda de ações que estão dispersas no mercado e que conduza a uma situação de controle⁴⁶⁰. Não havendo controlador, torna-se despicienda discussão a respeito de divisão do prêmio de controle⁴⁶¹.

Há também a possibilidade de o adquirente oferecer aos minoritários com direito a voto a permanência na sociedade, mediante o pagamento de prêmio equivalente à diferença entre o valor de mercado da ação e aquele pago por ação integrante do bloco de controle⁴⁶².

A alienação de controle se enquadra dentro da concepção de compra e venda de empresa proposta pela tese. Tal operação se dá a título oneroso, transferindo, como o próprio nome diz, o poder de controle sobre a empresa.

Observe-se, assim, que a incorporação de sociedades, a incorporação de ações, a alienação de quotas ou ações e a alienação de controle são campos propícios para

⁴⁵⁷ CARVALHOSA, Modesto; KUYVEN, Fernando. *Sociedades Anônimas*. In: CARVALHOSA, Modesto (coord.). **Tratado de Direito Empresarial**. 2ª ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2018, p. 662.

⁴⁵⁸ CARVALHOSA, Modesto; KUYVEN, Fernando. *Sociedades Anônimas*. In: CARVALHOSA, Modesto (coord.). **Tratado de Direito Empresarial**. 2ª ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2018, p. 662.

⁴⁵⁹ MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Aquisição de Controle na Sociedade Anônima**. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 39.

⁴⁶⁰ MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Aquisição de Controle na Sociedade Anônima**. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 167. A menção aqui se referente à inexistência de controle acionário.

⁴⁶¹ MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Aquisição de Controle na Sociedade Anônima**. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 170. No mesmo sentido, não há exigência legal que imponha a prévia realização de oferta pública de fechamento de capital dirigida aos acionistas de sociedade cujas ações serão incorporadas.

⁴⁶² GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. **Manual das Companhias ou Sociedades Anônimas**. 2ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2010, p. 303.

análises que se utilizem das ferramentas da economia comportamental. As noções de heurísticas e vieses têm potencial para contribuir para a compreensão das atitudes dos diversos agentes envolvidos na operação, especialmente os sócios e administradores das sociedades. Ademais, apresenta-se como assunto que potencialmente atraia a arquitetura de *nudges* como mecanismos de incentivar ou desincentivar comportamentos aos agentes, vez que a operação afeta múltiplos envolvidos, inclusive minoritários, empregados e a própria coletividade, como destaca Comparato⁴⁶³.

Nesse campo, o *tag alone*, em sua feição obrigatória, assim como as imposições normativas relacionadas às operações entre controladoras e controladas, funcionam como mecanismos de incentivo/desincentivos que afetam as escolhas e podem conduzir a uma tomada de decisão por parte dos administradores e/ou dos sócios. Enquadram-se na arquitetura dos *nudges* por não determinarem ou proibirem operações societárias, mas estabelecerem consequências ou exigências voltadas a minimizar, por exemplo, heurísticas pautadas exclusivamente em dados pretéritos, aptas a conduzir à tomada de decisão, mas que se afastem da busca do sistema jurídico em favor de alguma forma de projeção de ganhos para além das partes envolvidas (como é caso do direito ao ágio para os acionistas minoritários no caso de alienação do controle).

2.2. TRESPASSE

A transferência de uma empresa pode se dar também por vias não societárias, o que pode ocorrer, especialmente, por meio da transmissão da atividade produtiva pela aquisição dos bens que se destinam à empresa, permitindo a sequência da exploração pelo agente econômico que a adquiriu.

O Código Civil brasileiro de 2002 adotou o termo estabelecimento para remeter ao conjunto de bens organizado pelo empresário, pela sociedade empresária ou pela

⁴⁶³ COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 6ª ed. Rio de Janeiro: Ed. Forense, 2014, p. 226.

EIRELI⁴⁶⁴ para o exercício da empresa⁴⁶⁵. Em outros diplomas normativos a expressão fundo de comércio é utilizada com o mesmo significado⁴⁶⁶.

A instrumentalidade é a característica maior do estabelecimento⁴⁶⁷, já que os bens são direcionados ao exercício da atividade empresarial, o que consta em seu próprio conceito⁴⁶⁸.

A titularidade do estabelecimento traz uma configuração própria no aspecto patrimonial, vez que recai sobre uma universalidade de bens e não necessariamente sobre os bens individualmente analisados. Isto fica claro ao se constatar que é possível que o empresário seja proprietário do estabelecimento, mas não dos bens que o compõe⁴⁶⁹.

Há divergência quanto à natureza jurídica do estabelecimento, se uma universalidade de fato ou de direito⁴⁷⁰. Para os defensores da primeira linha

⁴⁶⁴ Lacerda menciona que diante da criação da Empresa Individual de Responsabilidade Limitada não haveria como deixá-la de reconhecer como possível titular do estabelecimento. LACERDA, Maurício Andere von Bruck. O contrato de locação comercial no âmbito da transferência do estabelecimento. In: KOURY, Suzy Elizabeth Cavalcante (org.). **Direito Empresarial: os novos enunciados da Justiça Federal**. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p. 242.

⁴⁶⁵ Vide BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. **Compra e Venda de Participações Societárias de Controle**. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 281. A noção de estabelecimento é consagrada no art. 1.142 do Código Civil: “Considera-se estabelecimento todo complexo de bens organizado, para exercício da empresa, por empresário, ou por sociedade empresária”. A respeito do referido artigo, GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. **Direito de Empresa: comentários aos arts. 966 a 1.195 do Código Civil Brasileiro**. São Paulo: RT, 2018, p. 668.

⁴⁶⁶ Antes da entrada em vigor do Código Civil de 2002, Oscar Barreto Filho considerava que estabelecimento e fundo de comércio eram sinônimos e já identificava que os diferentes diplomas normativos no Brasil não faziam distinções entre os termos, vide BARRETO FILHO, Oscar. **Teoria do Estabelecimento Comercial: fundo de comércio ou fazenda mercantil**. São Paulo: Max Limonad, 1969, p.30 e p. 65. A título de exemplo de leis que usam a nomenclatura fundo de comércio: art. 51 da Lei n. 8.245/1991 (Lei de Locações) e art. 133 do Código Tributário Nacional (CTN).

⁴⁶⁷ BARRETO FILHO, Oscar. **Teoria do Estabelecimento Comercial: fundo de comércio ou fazenda mercantil**. São Paulo: Max Limonad, 1969, p. 75.

⁴⁶⁸ BECUE, Sabrina. **A alienação de estabelecimento empresarial: recuperação judicial e a inexistência de sucessão**. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 44-46.

⁴⁶⁹ FÉRES, Marcelo Andrade. **Estabelecimento Empresarial: trespasse e efeitos obrigacionais**. São Paulo: Saraiva, 2007, p. 42.

⁴⁷⁰ Os seguintes autores consideram o estabelecimento universalidade de fato à luz dos preceitos do Código Civil de 2002: BOTREL, Sérgio. **Fusões e Aquisições**. 4ª ed. São Paulo: Saraiva, 2016, p. 21-30; VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **Direito Comercial: teoria geral**. 4ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2014, p. 248; FÉRES, Marcelo Andrade. **Estabelecimento Empresarial: trespasse e efeitos obrigacionais**. São Paulo: Saraiva, 2007, p. 20; POSTIGLIONE, Marino Luiz. **Direito Empresarial: o estabelecimento e seus aspectos contratuais**. Barueri: Manole, 2006, p. 115; BECUE, Sabrina. **A alienação de estabelecimento empresarial: recuperação judicial e a inexistência de sucessão**. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 44-46. Em sentido contrário, asseverando ser o estabelecimento uma universalidade de

(universalidade de fato), a articulação dos bens que compõem o estabelecimento é feita exclusivamente pelo empresário (ou sociedade ou EIRELI), assim, seria o sujeito e não a lei que construiria o liame que une os bens⁴⁷¹ e lhes dá o caráter de bem jurídico unitário. De modo inverso, os que defendem se tratar de uma universalidade de direito sustentam que é a lei quem traz a unicidade de tratamento, o que teria sido feito pelo Código Civil brasileiro⁴⁷².

Gonçalves Neto propõe uma perspectiva temperada, fundamentando que “[o] estabelecimento, enquanto integrado por bens móveis, é uma universalidade de fato; universalidade de direito, se envolver, além dos bens, direitos relativos à exploração da atividade (...)”⁴⁷³, dependendo, assim, do contexto fático a ser analisado.

Também subsiste controvérsia doutrinária quanto ao imóvel ser compreendido ou não pela noção de estabelecimento⁴⁷⁴. Verçosa, por exemplo, afirma que não pode ser superada a constatação de que a tutela do conjunto de bens organizado para o exercício da empresa não abrange o imóvel, razão pela qual não haveria como considerá-lo parte do estabelecimento⁴⁷⁵. Tokars, por outro lado, sustenta que o imóvel, desde que destinado ao exercício da empresa e, portanto, sendo componente do conjunto de bens

direito: TOKARS, Fábio. **Estabelecimento Empresarial**. São Paulo: LTr, 2006, p. 25-28; IACOMINI, Marcello Pietro. **Da alienação do estabelecimento comercial**. São Paulo: Livraria Paulista, 2004, p. 17. Antes da entrada em vigor do Código Civil de 2002, Barreto Filho afirmou que o estabelecimento seria uma universalidade de fato, vide: BARRETO FILHO, Oscar. **Teoria do Estabelecimento Comercial**: fundo de comércio ou fazenda mercantil. São Paulo: Max Limonad, 1969, p.107.

⁴⁷¹ Dentre todos os citados, ver: FÉRES, Marcelo Andrade. **Estabelecimento Empresarial**: trespasse e efeitos obrigacionais. São Paulo: Saraiva, 2007, p. 20-21.

⁴⁷² TOKARS, Fábio. **Estabelecimento Empresarial**. São Paulo: LTr, 2006, p. 25-28.

⁴⁷³ GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. **Direito de Empresa**: comentários aos arts. 966 a 1.195 do Código Civil Brasileiro. São Paulo: RT, 2018, p. 672.

⁴⁷⁴ Dentre os autores citados pelo trabalho, os que afirmam expressamente que o imóvel compõe o estabelecimento são: TOKARS, Fábio. **Estabelecimento Empresarial**. São Paulo: LTr, 2006, p. 106; FÉRES, Marcelo Andrade. **Estabelecimento Empresarial**: trespasse e efeitos obrigacionais. São Paulo: Saraiva, 2007, p. 48-49; BECUE, Sabrina. **A alienação de estabelecimento empresarial**: recuperação judicial e a inexistência de sucessão. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 44-46; POSTIGLIONE, Marino Luiz. **Direito Empresarial**: o estabelecimento e seus aspectos contratuais. Barueri: Manole, 2006, p. 59-61. Por outro lado, autores que sustentam que o imóvel não compõe o estabelecimento: REQUIÃO, Rubens. **Curso de Direito Comercial**. Vol. I. São Paulo: Saraiva, 1993, p. 213; VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **Direito Comercial**: teoria geral. 4ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2014, p. 255.

⁴⁷⁵ VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **Direito Comercial**: teoria geral. 4ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2014, p. 255.

organizado pelo empresário com essa destinação, não pode ser excluído da noção de estabelecimento⁴⁷⁶.

Gonçalves Neto aponta que o problema não comporta solução inequívoca, já que se o imóvel estiver integrado à empresa comporá o estabelecimento, sem, no entanto, seguir o regime jurídico incidente sobre o conjunto de bens organizado pelo empresário para o exercício da empresa⁴⁷⁷. Destarte, pode-se identificá-lo como partícipe do estabelecimento, sem que, com isso, atraia para si a incidência do regime deste.

O trespasse é conceituado como a transferência do estabelecimento⁴⁷⁸. Para a configuração da operação é preciso que haja a venda da unidade (estabelecimento), caso contrário estar-se-ia a falar de venda de bens esparsos⁴⁷⁹. Havendo trespasse é o núcleo econômico⁴⁸⁰ que viabiliza a imediata continuidade da empresa que é passado a terceiro.

A aquisição do estabelecimento pode se dar de maneira originária ou derivada. Ocorre originariamente quando o empresário (em sentido *lato*) seleciona e organiza o conjunto de bens destinado à empresa, ou seja, quando constitui o estabelecimento⁴⁸¹. A aquisição derivada é a que acontece quando o empresário adquire um estabelecimento já existente⁴⁸². Para que fique configurada a operação de trespasse é necessário que se esteja tratando de aquisição derivada do estabelecimento, vez que é exigida a transferência, ou seja, uma prévia titularidade de outrem.

⁴⁷⁶ TOKARS, Fábio. **Estabelecimento Empresarial**. São Paulo: LTr, 2006, p. 62-65.

⁴⁷⁷ GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. **Direito de Empresa**: comentários aos arts. 966 a 1.195 do Código Civil Brasileiro. São Paulo: RT, 2018, p. 672.

⁴⁷⁸ IACOMINI, Marcello Pietro. **Da alienação do estabelecimento comercial**. São Paulo: Livraria Paulista, 2004, p. 31. Também ver TOKARS, Fábio. **Estabelecimento Empresarial**. São Paulo: LTr, 2006, p. 15; FILKENSTEIN, Maria Eugênia. Estabelecimento Empresarial, Trespasse e suas Consequências. In: KOURY, Suzy Elizabeth Cavalcante (org.). **Direito Empresarial**: os novos enunciados da Justiça Federal. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p. 149.

⁴⁷⁹ POSTIGLIONE, Marino Luiz. **Direito Empresarial**: o estabelecimento e seus aspectos contratuais. Barueri: Manole, 2006, p. 112.

⁴⁸⁰ BARBOSA, Pedro Marcos Nunes. **E-stabelecimento**: teoria do estabelecimento comercial na internet, aplicativos, websites, segregação patrimonial, trade dress eletrônico, concorrência online, ativos intangíveis cibernéticos e negócios jurídicos. São Paulo: Quartier Latin, 2017, p.51.

⁴⁸¹ FÉRES, Marcelo Andrade. **Estabelecimento Empresarial**: trespasse e efeitos obrigacionais. São Paulo: Saraiva, 2007, p. 42-43.

⁴⁸² FÉRES, Marcelo Andrade. **Estabelecimento Empresarial**: trespasse e efeitos obrigacionais. São Paulo: Saraiva, 2007, p. 43.

É a própria lei, por meio do art. 1.143 do Código Civil brasileiro, que traz a possibilidade de o estabelecimento ser objeto unitário de negócios⁴⁸³, ainda que não mencione expressamente o termo *traspasse*⁴⁸⁴. A unidade, seja ela considerada universalidade de direito ou de fato, é essencial para que o valor da organização dos bens seja levado em consideração na operação, retirando-lhes o caráter de mera reunião de ativos. Essa unidade gera um valor próprio, dissociável do valor da somatória dos bens corpóreos e incorpóreos reunidos.

O *traspasse* não se confunde com os movimentos societários, ainda que guarde alguns efeitos semelhantes àqueles da cisão (transferência de bens) e que tenha potencial de produzir efeitos similares à cessão onerosa de quotas ou ações⁴⁸⁵ (assumir o controle da atividade empresarial). O *traspasse* trata da transferência, como dito, de uma universalidade de bens, não de participação societária⁴⁸⁶, aspecto que, por si só, o diferencia das demais operações mencionadas.

Também não se confunde com a cisão porque as operações possuem regimes jurídicos diversos. Veja-se que a cisão produz efeitos societários típicos (como alteração do contrato social ou estatuto), enquanto que no *traspasse* não há necessidade de alteração contratual ou estatutária.

⁴⁸³ “Art. 1.143. Pode o estabelecimento ser objeto unitário de direitos e de negócios jurídicos, translativos ou constitutivos, que sejam compatíveis com a sua natureza”. Esta constatação é feita em IACOMINI, Marcello Pietro. **Da alienação do estabelecimento comercial**. São Paulo: Livraria Paulista, 2004, p. 31. Também em FÉRES, Marcelo Andrade. **Estabelecimento Empresarial: traspasse e efeitos obrigacionais**. São Paulo: Saraiva, 2007, p. 44.

⁴⁸⁴ FÉRES, Marcelo Andrade. **Estabelecimento Empresarial: traspasse e efeitos obrigacionais**. São Paulo: Saraiva, 2007, p. 46. O art. 1.144 faz menção ao termo alienação.

⁴⁸⁵ FÉRES, Marcelo Andrade. **Estabelecimento Empresarial: traspasse e efeitos obrigacionais**. São Paulo: Saraiva, 2007, p. 173-175.

⁴⁸⁶ POSTIGLIONE, Marino Luiz. **Direito Empresarial: o estabelecimento e seus aspectos contratuais**. Barueri: Manole, 2006, p. 115. No mesmo sentido: FILKENSTEIN, Maria Eugênia. **Estabelecimento Empresarial, Traspasse e suas Consequências**. In: KOURY, Suzy Elizabeth Cavalcante (org.). **Direito Empresarial: os novos enunciados da Justiça Federal**. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p. 155. Também: LACERDA, Maurício Andere von Bruck. **O contrato de locação comercial no âmbito da transferência do estabelecimento**. In: KOURY, Suzy Elizabeth Cavalcante (org.). **Direito Empresarial: os novos enunciados da Justiça Federal**. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p. 244.

Ademais, a responsabilidade por dívidas é diferente⁴⁸⁷. Na transferência de estabelecimento o trespasário assume apenas os débitos contabilizados⁴⁸⁸ e o trespasante continua responsável por eventuais débitos ocultos, além de responder, solidariamente por um ano, pelos vencidos desde a data da publicação da transferência e pelos vincendos a contar do dia de vencimento.

De modo diverso, na cisão total a(s) cindida(s) responder(á)ão solidariamente por todas as dívidas e na cisão parcial haverá, em regra⁴⁸⁹, responsabilização solidária entre cindenda e cindida(s)⁴⁹⁰, salvo definição diversa prevista no protocolo.

Na mesma esteira, ainda que a cessão de quotas ou ações possa produzir funcionalmente efeitos semelhantes aos do trespasse, a estruturação das operações é diversa. Na cessão de participação societária há mudança do sócio/acionista sem que se mude o titular do conjunto de bens organizado para o exercício da empresa, já que a sociedade continua sendo a titular do estabelecimento. Por outro lado, no trespasse é alterado o sujeito de direito titular de tal conjunto de bens⁴⁹¹, passando-se do alienante para o adquirente.

Aspecto relevante relacionado ao estabelecimento é a clientela (rol de clientes que habitualmente adquire os produtos ou serviços disponibilizados no estabelecimento),

⁴⁸⁷ FÉRES, Marcelo Andrade. **Estabelecimento Empresarial**: trespasse e efeitos obrigacionais. São Paulo: Saraiva, 2007, p. 175.

⁴⁸⁸ Por força do art. 1.146 do Código Civil, *in verbis*: “O adquirente do estabelecimento responde pelo pagamento dos débitos anteriores à transferência, desde que regularmente contabilizados, continuando o devedor primitivo solidariamente obrigado pelo prazo de um ano, a partir, quanto aos créditos vencidos, da publicação, e, quanto aos outros, da data do vencimento”.

⁴⁸⁹ O parágrafo único do art. 233 da Lei das S/A possibilita pactuação que delimite a responsabilização. “Art. 233 (...). Parágrafo único. O ato de cisão parcial poderá estipular que as sociedades que absorverem parcelas do patrimônio da companhia cindida serão responsáveis apenas pelas obrigações que lhes forem transferidas, sem solidariedade entre si ou com a companhia cindida, mas, nesse caso, qualquer credor anterior poderá se opor à estipulação, em relação ao seu crédito, desde que notifique a sociedade no prazo de 90 (noventa) dias a contar da data da publicação dos atos da cisão”.

⁴⁹⁰ “Art. 233. Na cisão com extinção da companhia cindida, as sociedades que absorverem parcelas do seu patrimônio responderão solidariamente pelas obrigações da companhia extinta. A companhia cindida que subsistir e as que absorverem parcelas do seu patrimônio responderão solidariamente pelas obrigações da primeira anteriores à cisão”.

⁴⁹¹ BARBOSA, Pedro Marcos Nunes. **E-stabelecimento**: teoria do estabelecimento comercial na internet, aplicativos, websites, segregação patrimonial, trade dress eletrônico, concorrência online, ativos intangíveis cibernéticos e negócios jurídicos. São Paulo: Quartier Latin, 2017, p.51.

a qual se constitui em um atributo do conjunto de bens organizado para o exercício da empresa por empresário, empresa individual de responsabilidade limitada ou sociedade.

A transferência do estabelecimento não pressupõe que a clientela seja transferida ao adquirente, em razão desta ser uma qualidade atribuída ao referido conjunto de bens⁴⁹² — e não um bem em si mesmo⁴⁹³ — e pelo fato de que não é viável que o conjunto de pessoas que frequentemente adquire produtos ou serviços no estabelecimento seja obrigada a acompanhar o destino da operação⁴⁹⁴.

O mesmo raciocínio se aplica ao aviamento, vez que a aptidão do estabelecimento para gerar lucros⁴⁹⁵ é atributo que agrega valor ao conjunto de bens, mas não é um bem imaterial em si mesmo⁴⁹⁶ que possa ser acrescido formalmente na definição do valor da negociação do trespasse.

Para viabilizar ao adquirente a continuidade na atividade desempenhada por meio do conjunto de bens adquiridos é que o legislador prevê, como regra geral, a manutenção da vigência dos contratos estipulados para a exploração do estabelecimento⁴⁹⁷, uma vez que os contratos integram o estabelecimento, além de figurarem, frequentemente, como ativos relevantes para a ocorrência do trespasse.

Nada obstante — e aqui fica clara a possibilidade de uma definição legal desestimular um negócio que potencialmente fosse interessante — o regime jurídico

⁴⁹² POSTIGLIONE, Marino Luiz. **Direito Empresarial**: o estabelecimento e seus aspectos contratuais. Barueri: Manole, 2006, p. 110.

⁴⁹³ Féres observa que no ordenamento jurídico argentino a clientela é tutelada juridicamente como um bem. FÉRES, Marcelo Andrade. **Estabelecimento Empresarial**: trespasse e efeitos obrigacionais. São Paulo: Saraiva, 2007, p. 36.

⁴⁹⁴ GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. **Direito de Empresa**: comentários aos arts. 966 a 1.195 do Código Civil Brasileiro. São Paulo: RT, 2018, p. 678. Também: TOKARS, Fábio. **Estabelecimento Empresarial**. São Paulo: LTr, 2006, p. 84.

⁴⁹⁵ BARBOSA, Pedro Marcos Nunes. **E-stabelecimento**: teoria do estabelecimento comercial na internet, aplicativos, websites, segregação patrimonial, trade dress eletrônico, concorrência online, ativos intangíveis cibernéticos e negócios jurídicos. São Paulo: Quartier Latin, 2017, p.35.

⁴⁹⁶ GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. **Direito de Empresa**: comentários aos arts. 966 a 1.195 do Código Civil Brasileiro. São Paulo: RT, 2018, p. 677

⁴⁹⁷ A respeito, veja-se a redação do seguinte artigo do Código Civil brasileiro. “Art. 1.148. Salvo disposição em contrário, a transferência importa a sub-rogação do adquirente nos contratos estipulados para exploração do estabelecimento, se não tiverem caráter pessoal, podendo os terceiros rescindir o contrato em noventa dias a contar da publicação da transferência, se ocorrer justa causa, ressalvada, neste caso, a responsabilidade do alienante”.

incidente sobre o trespasse é pouco atrativo aos agentes econômicos⁴⁹⁸ e faz com a que a operação não seja a primeira escolha empresarial, sendo frequentemente substituída pelos mecanismos societários⁴⁹⁹.

Isto se deve ao confuso regime de responsabilidade pelo passivo⁵⁰⁰, às obrigações formais de publicação em diário oficial e registro perante à junta comercial⁵⁰¹ (exigências que contrastam com a característica do sigilo⁵⁰², própria de uma compra e venda de empresa) e ao impacto fiscal relacionado ao ganho de capital na operação (diferença entre o valor registrado nos livros e o valor de venda) que será tributado em 34% (trinta e quatro por cento), como regra geral⁵⁰³.

Muito especialmente, a previsão de que o adquirente responde pelas obrigações contabilizadas gera um problema de inconformidade com o regime jurídico empresarial tomado em suas bases gerais. O titular da obrigação não é o estabelecimento alienado e, sim, a sociedade, a EIRELI ou o empresário alienante, que continua existindo após a operação de trespasse. A situação é ainda mais delicada quando se trata de uma obrigação relacionada não exclusivamente ao estabelecimento alienado, mas que tenha beneficiado outros estabelecimentos que foram mantidos na titularidade originária. Há

⁴⁹⁸ Acerca da sucessão nas dívidas com o trespasse ver: BRITO, Alexandre Aguiar de. A questão da responsabilidade, por sucessão “*inter vivos*”, no contrato de trespasse. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, ano XXXIX, n. 120, out/dez de 2000, p. 128-135. Sobre a diferença com a compra e venda de participações societárias ver: BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. **Compra e Venda de Participações Societárias de Controle**. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 281-283. Em sentido contrário, Filkenstein afirma que o regime brasileiro é “claro e adaptado à realidade brasileira” em FILKENSTEIN, Maria Eugênia. Estabelecimento Empresarial, Trespasse e suas Consequências. In: KOURY, Suzy Elizabeth Cavalcante (org.). **Direito Empresarial: os novos enunciados da Justiça Federal**. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p. 147.

⁴⁹⁹ BARBOSA, Pedro Marcos Nunes. **E-estabelecimento**: teoria do estabelecimento comercial na internet, aplicativos, websites, segregação patrimonial, trade dress eletrônico, concorrência online, ativos intangíveis cibernéticos e negócios jurídicos. São Paulo: Quartier Latin, 2017, p. 51. No mesmo sentido: TOKARS, Fábio. **Estabelecimento Empresarial**. São Paulo: LTr, 2006, p. 1578; BOTREL, Sérgio. **Fusões e Aquisições**. 4ª ed. São Paulo: Saraiva, 2016, p. 227.

⁵⁰⁰ TOKARS, Fábio. **Estabelecimento Empresarial**. São Paulo: LTr, 2006, p. 177.

⁵⁰¹ Vide art. 1.144 do Código Civil. “O contrato que tenha por objeto a alienação, o usufruto ou arrendamento do estabelecimento, só produzirá efeitos quanto a terceiros depois de averbado à margem da inscrição do empresário, ou da sociedade empresária, no Registro Público de Empresas Mercantis, e de publicado na imprensa oficial”. A respeito das formalidades de registro quando do trespasse ver TOKARS, Fábio. **Estabelecimento Empresarial**. São Paulo: LTr, 2006, p. 95.

⁵⁰² GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. **Direito de Empresa**: comentários aos arts. 966 a 1.195 do Código Civil Brasileiro. São Paulo: RT, 2018, p. 683.

⁵⁰³ BOTREL, Sérgio. **Fusões e Aquisições**. 4ª ed. São Paulo: Saraiva, 2016, p. 228.

uma potencialidade de conflitos indesejáveis em termos de segurança para as partes contratantes.

O desenvolvimento dos debates envolvendo a abrangência ou não do imóvel na noção de estabelecimento e a qualificação como universalidade de fato ou de direito se mostram relevante para a identificação do que é contemplado pelo trespasse e do regime jurídico a ser seguido quando da alienação do conjunto dos bens que integram o estabelecimento.

Reforça-se que o trespasse resta caracterizado quando o contrato tem por objeto a alienação de bens que sejam suficientes ao desenvolvimento da empresa, sem a necessidade de incrementos por parte do adquirente⁵⁰⁴. Difere da compra e venda de ativos, em que são transferidos apenas os bens que interessam ao adquirente⁵⁰⁵. Assim, no trespasse necessariamente há compra de ativos, mas a compra de ativos não configurará obrigatoriamente o trespasse⁵⁰⁶.

A despeito do esforço doutrinário, no aspecto prático é complexa a distinção entre a venda de determinados bens e o trespasse propriamente dito, já que a quantidade de elementos que seja suficiente à continuidade da atividade empresarial é variável e questionável em cada operação.

Em artigo a respeito de decisão proferida pelo Superior Tribunal de Justiça⁵⁰⁷, no qual se discutiu a configuração ou não do trespasse e se a noção de estabelecimento

⁵⁰⁴ TOKARS, Fábio. **Estabelecimento Empresarial**. São Paulo: LTr, 2006, p. 106. No mesmo sentido, Feres afirma que para que seja configurado o trespasse, necessário é que tenha havido a transferência de bens suficientes à preservação da utilização do estabelecimento como tal. FÉRES, Marcelo Andrade. **Estabelecimento Empresarial: trespasse e efeitos obrigacionais**. São Paulo: Saraiva, 2007, p. 52.

⁵⁰⁵ CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de. **Regime Jurídico das Reorganizações: societária, empresarial e associativa**. São Paulo: 2016, p. 275.

⁵⁰⁶ CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de. **Regime Jurídico das Reorganizações: societária, empresarial e associativa**. São Paulo: 2016, p. 279.

⁵⁰⁷ RESP 37.968/SP, Relator Min. Aldir Passarinho Junior. Ementa: "CIVIL E PROCESSUAL. AÇÕES DE RESCISÃO DE CONTRATOS DE COMPRA E VENDA DE ESTABELECIMENTO COMERCIAL E IMÓVEIS. PROCEDÊNCIA DA DEMANDA RESCISÓRIA MOVIDA PELOS COMPRADORES. CONDENAÇÃO EM PERDAS E DANOS.

LIQUIDAÇÃO. LIMITAÇÃO DOS PREJUÍZOS APENAS AO COMÉRCIO DE LUBRIFICANTES. COISA JULGADA. VIOLAÇÃO. CPC, ART. 468. DEDUÇÃO DE PERCENTUAL DA INDENIZAÇÃO A TÍTULO DE CÁLCULO DE TRIBUTO.

PREQUESTIONAMENTO AUSENTE. SÚMULA N. 211-STJ.

engloba ou não a propriedade imobiliária, Ribeiro analisa caso em que, mediante dois instrumentos contratuais, um posto de gasolina e o respectivo imóvel foram vendidos a terceiro⁵⁰⁸.

Com base na alegação de ter havido inadimplência recíproca, os alienantes propuseram ação de rescisão de compra e venda do posto e do imóvel. Os adquirentes, por sua vez, manejaram ação de rescisão unicamente em relação à aquisição do posto de gasolina, alegando que os contratos eram autônomos e os negócios distintos, não havendo interesse em rescindir a compra e venda do imóvel⁵⁰⁹.

Em primeira instância, reconheceu-se a rescisão de ambos os instrumentos e a consequente retomada do imóvel e do estabelecimento pela vendedora. Em segundo grau, o Tribunal de Justiça de São Paulo considerou que embora tenha havido a celebração de dois instrumentos contratuais em separado, o negócio foi único, de modo que o imóvel foi vendido somente em razão da venda do estabelecimento⁵¹⁰.

O Superior Tribunal de Justiça, em sede de liquidação de sentença, confirmou que o negócio realizado pelas partes compreendia o posto de gasolina e o imóvel, identificando, portanto, que o trespasse (e, por consequência, o estabelecimento)

I. Identificado que o acórdão exequendo concluiu pela existência de um único negócio jurídico compreendendo tanto os contratos de compra e venda do estabelecimento comercial, como do imóvel em que edificado, cuja rescisão, por inadimplência dos vendedores, gerou para os compradores direito à indenização por perdas e danos sobre a integralidade da avença, constitui ofensa ao art. 468, do CPC, a decisão proferida em sede de execução que limita o ressarcimento aos prejuízos advindos exclusivamente da diferença entre o volume de combustível realmente vendido e aquele estimado como sendo o potencial do estabelecimento.

II. Procedente, pois, a pretensão de, em atenção à coisa julgada, incluir-se, na condenação, as perdas e danos decorrentes do desfazimento da compra e venda do imóvel respectivo, afastando-se a limitação indevidamente imposta em sede de execução.

III. Ausência de prequestionamento da matéria atinente à dedução determinada pelo acórdão a título de apuração do valor líquido efetivo (Súmula n. 211-STJ).

IV. Recurso especial conhecido em parte e nessa extensão provido.

(REsp 37.968/SP, Rel. Ministro ALDIR PASSARINHO JUNIOR, QUARTA TURMA, julgado em 15/03/2005, DJ 25/04/2005, p. 349)”.
508 RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. Causa do Negócio e Causa do Contrato na Compra e Venda de Estabelecimento Empresarial e Imóvel: comentário à jurisprudência. **Revista de Direito Empresarial**, Curitiba, n. 5, jan/jun de 2006, pp. 145-158.

509 RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. Causa do Negócio e Causa do Contrato na Compra e Venda de Estabelecimento Empresarial e Imóvel: comentário à jurisprudência. **Revista de Direito Empresarial**, Curitiba, n. 5, jan/jun de 2006, p. 146.

510 RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. Causa do Negócio e Causa do Contrato na Compra e Venda de Estabelecimento Empresarial e Imóvel: comentário à jurisprudência. **Revista de Direito Empresarial**, Curitiba, n. 5, jan/jun de 2006, p. 146-147.

englobava também o imóvel, determinando que ambos fossem considerados quando da apuração das perdas e danos⁵¹¹.

Como se não bastasse o interesse das partes na configuração de um negócio como trespasse, tal qual o relatado acima, há também motivação para que terceiros busquem a qualificação da referida operação, vez que estará apta a gerar efeitos de responsabilização tributária, trabalhista e consumerista⁵¹². Destarte, a compreensão de tais debates é requisito para que as partes e terceiros construam seus fundamentos, na defesa de seus interesses, por meio de elementos jurídicos.

Além das regras comuns incidentes sobre qualquer negócio, o trespasse exige o respeito a disposições que lhe são peculiares⁵¹³ (arts. 1144 a 1.148 do Código Civil brasileiro⁵¹⁴). Destacam-se as previsões dos arts. 1.144 e 1.145 do Código Civil que estipulam requisitos para a plena eficácia do negócio⁵¹⁵, demonstrando preocupação com a tutela de eventuais credores do trespasante⁵¹⁶.

Depreende-se do primeiro artigo que para o trespasse produzir efeitos perante terceiros será necessária a publicação na imprensa oficial e a averbação na Junta

⁵¹¹ RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. Causa do Negócio e Causa do Contrato na Compra e Venda de Estabelecimento Empresarial e Imóvel: comentário à jurisprudência. **Revista de Direito Empresarial**, Curitiba, n. 5, jan/jun de 2006, p. 146.

⁵¹² Acerca das referidas responsabilizações ver: BECUE, Sabrina. **A alienação de estabelecimento empresarial**: recuperação judicial e a inexistência de sucessão. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 82-92.

⁵¹³ GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. **Direito de Empresa**: comentários aos arts. 966 a 1.195 do Código Civil Brasileiro. São Paulo: RT, 2018, p. 685.

⁵¹⁴ Arts. 1.144 e 1.146 foram citadas em nota de rodapé anterior. Os demais dispositivos são:

“Art. 1.145. Se ao alienante não restarem bens suficientes para solver o seu passivo, a eficácia da alienação do estabelecimento depende do pagamento de todos os credores, ou do consentimento destes, de modo expresso ou tácito, em trinta dias a partir de sua notificação.

Art. 1.147. Não havendo autorização expressa, o alienante do estabelecimento não pode fazer concorrência ao adquirente, nos cinco anos subseqüentes à transferência.

Parágrafo único. No caso de arrendamento ou usufruto do estabelecimento, a proibição prevista neste artigo persistirá durante o prazo do contrato.

Art. 1.148. Salvo disposição em contrário, a transferência importa a sub-rogação do adquirente nos contratos estipulados para exploração do estabelecimento, se não tiverem caráter pessoal, podendo os terceiros rescindir o contrato em noventa dias a contar da publicação da transferência, se ocorrer justa causa, ressalvada, neste caso, a responsabilidade do alienante”.

⁵¹⁵ O art. 1.144 abrange também outros negócios que não a alienação: o usufruto e o arrendamento do estabelecimento.

⁵¹⁶ TOKARS, Fábio. **Estabelecimento Empresarial**. São Paulo: LTr, 2006, p. 98.

Comercial⁵¹⁷. O não atendimento das exigências do art. 1.144 não resulta em invalidade do negócio nem em ineficácia entre as partes, porém, acarreta na ineficácia perante terceiros⁵¹⁸.

A redação do art. 1.144, por si só, é equívoca. A um, porque menciona averbação ao invés de arquivamento, havendo imprecisão terminológica⁵¹⁹. A dois, porque gera dúvida acerca da necessidade de arquivamento com relação aos registros de apenas um dos empresários contratantes ou de ambos⁵²⁰. A três, porque para o caso de sociedade simples, não haveria como se exigir que houvesse registro na Junta Comercial, já que os atos registrares não são lá realizados⁵²¹. O mesmo se daria em relação ao empresário rural que optasse por não efetuar o registro⁵²².

Ademais, conforme já mencionado, é pouco crível que os envolvidos em uma compra e venda de estabelecimento consintam na divulgação de dados referentes ao trespasse.

Em relação ao art. 1.145, exige-se que, caso não restem bens ao alienante para satisfazer o seu passivo, a eficácia da alienação do estabelecimento dependerá do pagamento de todos os credores ou do consentimento destes, expresso ou tácito, em trinta dias a partir de sua notificação. A contrário senso, se restarem bens suficientes ao alienante para garantir os credores, dispensado está de fazer o pagamento de todos eles ou de obter o consentimento exigido no art. 1.145 do Código Civil⁵²³.

⁵¹⁷ Por força do disposto no Art. 1.151, *caput*, e parágrafo primeiro do Código Civil brasileiro, o prazo para se efetuar o registro é de 30 (trinta) dias. “Art. 1.151. O registro dos atos sujeitos à formalidade exigida no artigo antecedente será requerido pela pessoa obrigada em lei, e, no caso de omissão ou demora, pelo sócio ou qualquer interessado.

§ 1o Os documentos necessários ao registro deverão ser apresentados no prazo de trinta dias, contado da lavratura dos atos respectivos”.

⁵¹⁸ TOKARS, Fábio. **Estabelecimento Empresarial**. São Paulo: LTr, 2006, p. 97.

⁵¹⁹ TOKARS, Fábio. **Estabelecimento Empresarial**. São Paulo: LTr, 2006, p. 98.

⁵²⁰ TOKARS, Fábio. **Estabelecimento Empresarial**. São Paulo: LTr, 2006, p. 97-98.

⁵²¹ GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. **Direito de Empresa**: comentários aos arts. 966 a 1.195 do Código Civil Brasileiro. São Paulo: RT, 2018, p. 683.

⁵²² Faculdade prevista no art. 971 do Código Civil. “O empresário, cuja atividade rural constitua sua principal profissão, pode, observadas as formalidades de que tratam o art. 968 e seus parágrafos, requerer inscrição no Registro Público de Empresas Mercantis da respectiva sede, caso em que, depois de inscrito, ficará equiparado, para todos os efeitos, ao empresário sujeito a registro”.

⁵²³ POSTIGLIONE, Marino Luiz. **Direito Empresarial**: o estabelecimento e seus aspectos contratuais. Barueri: Manole, 2006, p. 125.

Ainda, a Lei n. 11.101/2005 (Lei de Recuperação e Falências) qualifica o não atendimento ao teor do art. 1.145 do Código Civil como um ato de falência⁵²⁴, além de o ato poder ser declarado ineficaz em caso de decretação da falência⁵²⁵, mediante pedido revogatório de parte do administrador judicial ou de credor, retornando as partes ao estado original, reintegrando-se o estabelecimento ao patrimônio do alienante, cabendo ressarcimento ao comprador pelos valores pagos⁵²⁶.

Com efeito, sobre a legitimidade para decidir pelo trespasse, Botrel defende que nas sociedades reguladas pelo Código Civil brasileiro, o contrato poderá ser celebrado independentemente de deliberação dos sócios, vez que não se encontra no rol de assuntos que exigem deliberação, salvo se o contrato social ou acordo de sócios definirem em sentido diverso⁵²⁷.

À luz do regime da Lei n. 6404/1976, referido autor afirma que nas companhias que tenham Conselho de Administração é necessária a autorização prévia deste órgão para que os diretores possam realizar a operação, enquanto que nas sociedades anônimas que não contenham tal órgão, evidentemente, não haveria tal necessidade⁵²⁸.

Botrel faz a ressalva que se o trespasse resultar em alteração do objeto social, será necessária a alteração do estatuto e a consequente aprovação dos acionistas em assembleia geral extraordinária por vontade de, no mínimo, metade das ações com direito de voto⁵²⁹. A necessidade de deliberação também se estende às sociedades

⁵²⁴ A disciplina legal é encontrada na Lei n. 11.101/2005: “Art. 94. Será decretada a falência do devedor que: (...). III – pratica qualquer dos seguintes atos, exceto se fizer parte de plano de recuperação judicial: (...) c) transfere estabelecimento a terceiro, credor ou não, sem o consentimento de todos os credores e sem ficar com bens suficientes para solver seu passivo”;

⁵²⁵ “Art. 129. São ineficazes em relação à massa falida, tenha ou não o contratante conhecimento do estado de crise econômico-financeira do devedor, seja ou não intenção deste fraudar credores: (...). VI – a venda ou transferência de estabelecimento feita sem o consentimento expresso ou o pagamento de todos os credores, a esse tempo existentes, não tendo restado ao devedor bens suficientes para solver o seu passivo, salvo se, no prazo de 30 (trinta) dias, não houver oposição dos credores, após serem devidamente notificados, judicialmente ou pelo oficial do registro de títulos e documentos”.

⁵²⁶ VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **Direito Comercial**: teoria geral. 4ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2014, p. 250.

⁵²⁷ BOTREL, Sérgio. **Fusões e Aquisições**. 4ª ed. São Paulo: Saraiva, 2016, p. 228. O artigo da Lei n. 6404/76 que referenda tal posicionamento assim dispõe: “Art. 142. Compete ao conselho de administração: (...).VIII – autorizar, se o estatuto não dispuser em contrário, a alienação de bens do ativo não circulante, a constituição de ônus reais e a prestação de garantias a obrigações de terceiros”.

⁵²⁸ BOTREL, Sérgio. **Fusões e Aquisições**. 4ª ed. São Paulo: Saraiva, 2016, p. 228.

⁵²⁹ BOTREL, Sérgio. **Fusões e Aquisições**. 4ª ed. São Paulo: Saraiva, 2016, p. 228.

limitadas quando possa resultar em modificação do objeto social, sendo, nas referidas sociedades, necessária a aprovação de pelo menos 3/4 (três quartos do capital social)⁵³⁰.

O presente trabalho discorda em parte do entendimento de referido autor. Entende-se que não faria sentido que o administrador pudesse, em regra e indiscriminadamente, alienar os estabelecimentos da sociedade — ainda que fosse possível a manutenção do objeto social — e não pudesse onerar bens imóveis⁵³¹. Em primeiro lugar, porque há consistentes fundamentos para considerar o imóvel como integrante do estabelecimento, assim, necessária se faria a averiguação de integrar ou não para se firmar uma posição. Em segundo lugar, porque é possível imaginar que pelo trespasse, mesmo sem alteração do objeto social, possa ocorrer alteração substancial na atividade principal desenvolvida até aquele momento, não havendo como deixar de equipará-la à incorporação e à necessidade de aprovação dos sócios em deliberação⁵³².

Finalmente, a respeito da compreensão do trespasse como um mecanismo de compra e venda de empresa, efetivamente se trata, vez que, mediante transferência onerosa, o adquirente passará a ter o poder de controle sobre a empresa desenvolvida por meio daquele conjunto de bens.

Nada obstante, lembre-se que a titularidade do estabelecimento e a propriedade dos bens podem não recair sobre a mesma pessoa⁵³³. Féres exemplifica que um empresário que celebra um contrato de franquia na condição de franqueado reúne em seu estabelecimento mercadorias que são de sua propriedade, mas também bens, como a marca, que são de propriedade da franqueadora⁵³⁴. Em conclusão, os bens que

⁵³⁰ BOTREL, Sérgio. **Fusões e Aquisições**. 4ª ed. São Paulo: Saraiva, 2016, p. 228.

⁵³¹ Por força do art. 1.015, *caput*, do Código Civil: “Art. 1.015. No silêncio do contrato, os administradores podem praticar todos os atos pertinentes à gestão da sociedade; não constituindo objeto social, a oneração ou a venda de bens imóveis depende do que a maioria dos sócios decidir”.

⁵³² “Art. 1.071. Dependem da deliberação dos sócios, além de outras matérias indicadas na lei ou no contrato: (...) VI - a incorporação, a fusão e a dissolução da sociedade, ou a cessação do estado de liquidação;”. A respeito do tema, Gonçalves Neto afirma que “[d]e toda sorte, penso que o estabelecimento da sociedade e seus desdobramentos (matriz, filial, sucursal ou agência), conquanto considerados bens móveis, devem figurar entre os bens a respeito dos quais os administradores não têm poder de dispor nem de onerar, senão como referendo dos sócios em deliberação majoritária ou mediante autorização prévia constante de cláusula do contrato social”. GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. **Direito de Empresa**: comentários aos arts. 966 a 1.195 do Código Civil Brasileiro. São Paulo: RT, 2018, p. 266-267.

⁵³³ TOKARS, Fábio. **Estabelecimento Empresarial**. São Paulo: LTr, 2006, p. 94.

⁵³⁴ FÉRES, Marcelo Andrade. **Estabelecimento Empresarial**: trespasse e efeitos obrigacionais. São Paulo: Saraiva, 2007, p. 42

integram o estabelecimento não serão todos necessariamente de propriedade do titular do conjunto de bens organizado para o exercício da empresa.

Da mesma forma como explanado acerca das operações societárias, identifica-se que as ferramentas comportamentalistas podem contribuir para a compreensão das decisões dos envolvidos na operação de *trespasse*, seja para identificar atalhos de raciocínio que possam levar a erros sistematicamente cometidos, seja para incentivar ou desincentivar comportamentos pelos *nudges*.

As exigências formais para o *trespasse* podem ser vistas como estímulos institucionais para que os potenciais interessados na operação, especialmente os credores do empresário alienante, tomem conhecimento do negócio, possam com ele concordar expressa ou tacitamente, ao menos em tese, protegendo-se contra negócios eventualmente prejudiciais à expectativa de cumprimento das obrigações do devedor/alienante.

No mesmo sentido, a forma necessariamente escrita e a força da escrituração contábil em termos de definição das responsabilidades pelas obrigações incidentes sobre o estabelecimento podem auxiliar na oferta de informações de parte a parte com relação às reais condições do negócio, diminuindo a potencialidade de efeitos indesejáveis, decorrentes das distorções associadas às heurísticas e aos vieses.

Ademais, em razão da duvidosa opção legal quanto à definição das responsabilidades pelas obrigações incidentes sobre o estabelecimento alienado, cláusulas contratuais de salvaguarda podem fomentar a opção pelo *trespasse* (o que, em tese, vem no sentido de se privilegiar a continuidade do exercício da atividade empresarial associada ao estabelecimento) e induzir à apresentação de dados de escrituração confiáveis, potencial antídoto às falsas representações da realidade que possam afetar a racionalidade das escolhas.

2.3 RACIONALIDADE LIMITADA E REFLEXOS SOBRE AS OPERAÇÕES DE COMPRA E VENDA DE EMPRESAS

Não será somente a perspectiva dos resultados que decorrerão da compra e venda da empresa que norteará a decisão do adquirente⁵³⁵. A possibilidade de ser atingido por passivos já existentes e vinculados à atividade também produzem impactos sobre a decisão empresarial. Esse risco reflete a necessidade de serem tomadas cautelas e estabelecidas salvaguardas contratuais, independentemente da operação realizada.

Os agentes econômicos envolvidos na compra e venda de empresa possuem o direito e o dever de se informar, vez que os dados serão importantes para que eles próprios possam entabular cláusulas contratuais que determinem, por exemplo, responsabilidades por passivos, possibilidade ou não do alienante fazer concorrência ao adquirente e criar incentivos ou desincentivos para que determinadas condutas sejam adotadas.

Nas compra e venda de empresas há uma peculiar relação entre o dever de informação do vendedor e o dever de diligência do comprador⁵³⁶. De um lado, seguindo os preceitos da formação de qualquer contrato, espera-se que sejam reveladas ao interessado na aquisição as informações necessárias para a escolha a ser feita⁵³⁷. Por outro lado, não é factível esperar do agente econômico que fará a venda outra conduta que não o realçar dos pontos positivos do objeto do negócio e a minimização dos aspectos negativos. Logo, a assimetria informacional é inerente a tais atos jurídicos,

Dificuldades adicionais acompanham essas operações, tais como a transmissão de informações do negócio de natureza sigilosa ou que produzam impacto relevante no

⁵³⁵ Sobre as diferentes perspectivas e preocupações ver: MEIER, Olivier; SCHIER, Guillaume. **Fusions, Aquisitions**: stratégie – finance – management. 4^a ed. Paris: DUNOD, 2012, p. 19-32

⁵³⁶ A respeito do tema, analisando os contratos empresariais em geral: LUPION, Ricardo. **Boa-fé objetiva nos contratos empresariais**: contornos dogmáticos dos deveres de conduta. Porto Alegre: Livraria do advogado, 2011, p. 155-156.

⁵³⁷ CEDDAHA, Franck. **Fusions, Aquisitions, Scissions**. 4^a ed. Paris: Economica, 2013, p. 225.

exercício da atividade econômica (como quando envolvem tecnologia⁵³⁸) e o já mencionado risco não negligenciável na fixação de responsabilidades por contingências.

A título exemplificativo da dificuldade de se lidar com o trânsito de informações nas negociações de aquisição de empresas, imagine-se que um concorrente possa se interessar em adquirir outro. Trata-se de tendência natural advinda do exercício da atividade empresarial, já que os agentes econômicos objetivam conseguir os melhores resultados e a eliminação de um competidor, potencialmente, contribui para esse objetivo.

Para a realização da compra e venda da empresa, o interessado em fazer a aquisição terá o legítimo interesse de se informar a respeito das condições do objeto em análise, especialmente para saber detalhes de seu funcionamento, principais contratos, clientes e potencial geração de resultados.

Ocorre que, após a transmissão destas informações, não se tem a certeza de que o interessado em adquirir efetivamente levará adiante a operação, ou seja, tem-se a chance de que dados relevantes que possam produzir efeitos na própria atuação do agente que a recebeu (concorrente) sejam transmitidos, sem que a compra e venda de empresa se perfectibilize ao final das negociações.

Ainda que no plano teórico seja relativamente simples imaginar que cláusulas que imponham sigilo ou dever de não concorrência possam resolver o problema, na prática há dificuldade em se estabelecer os graus de abertura das informações⁵³⁹ e de monitoramento da não disputa (pode-se identificar um dos custos de monitoramento a que se refere Williamson⁵⁴⁰).

O interessado em fazer a aquisição tem o interesse em receber a maior quantidade possível de informações sobre o negócio em análise, especialmente para ponderar os riscos envolvidos e a própria viabilidade da empresa analisada. Já o interessado em fazer a venda tem o receio de que a transmissão destas informações e o

⁵³⁸ Acerca da complexidade da transferência de tecnologia por meio da troca de informações, ver: AGUSTINHO, Eduardo Oliveira; GARCIA, Evelin Naiara. Inovação, transferência de tecnologia e cooperação. **Revista Direito e Desenvolvimento**, João Pessoa, v. 9, n. 1, p. 223-239, jan/jul de 2018.

⁵³⁹ DELECOURT, Philippe; FINE, Michèle. **Negociar une entreprise: comment réussir ses fusions & acquisitions**. Paris: Gualino, 2008, p. 122.

⁵⁴⁰ Tema abordado no item 1.2.

não fechamento do negócio possam acarretar um dano concorrencial futuro, haja vista que um leque de dados seria exposto ao interessado, no exemplo citado, com o agravante de se tratar de um concorrente.

Veja-se que com o acesso aos dados, o concorrente pode obter informações sobre contratações com terceiros (fornecedores, clientes, colaboradores) que possam influenciar renegociações das suas próprias contratações⁵⁴¹ e, assim, incorporar alguma vantagem competitiva sobre a própria empresa que está sendo analisada. Mais do que isso: pode tomar conhecimento de segredos do negócio, “ou seja, aquela informação que, não sendo do conhecimento generalizado, confere à empresa que a detém uma vantagem competitiva sobre os respectivos concorrentes”⁵⁴², o que tenderia a prejudicar a empresa objeto da negociação.

As ferramentas neoinstitucionalistas se mostram relevantes instrumentos de análise para a identificação de tais dificuldades, em razão da direta relação com temas como a racionalidade limitada do sujeito, os custos de transação e as instituições, trabalhados no primeiro capítulo da tese.

A simples descrição das variáveis e condicionantes realizada acima já é capaz de transmitir que, antes mesmo da contratação, vários custos incidem e para ambas as partes (possíveis comprador e vendedor).

Para tornar mais concreta a assertiva acima, verifique-se que aquele que deseja fazer a aquisição terá os custos para se informar, compreender os dados transmitidos e de oportunidade, levando-o a optar por uma *due diligence*. O possível vendedor, além dos custos acima, terá que arcar com as despesas relativas à disponibilização dos dados e elaboração de minutas para que tenha o mínimo de proteção na transmissão de informações ao interessado. Incluem, em suma, despesas de organização, pesquisa, negociação e fiscalização⁵⁴³.

⁵⁴¹ DELECOURT, Philippe; FINE, Michèle. **Negociar une entreprise**: comment réussir ses fusions & acquisitions. Paris: Gualino, 2008, p. 133.

⁵⁴² ROLDÃO, Nuno Moura; TEIXEIRA, Ana Guedes. O processo de auditoria legal. In: CÂMARA, Paulo (coord.). **Aquisição de Empresas**. Coimbra: Coimbra Editora, 2011, p. 114.

⁵⁴³ MACKAAY, Ejan; ROUSSEAU, Stéphane. **Análise Econômica do Direito**. Tradução de Rachel Sztajn. 2ª ed. São Paulo: Atlas, 2015, p. 672.

O reconhecimento da limitação de racionalidade dos sujeitos envolvidos também influenciará decisivamente a negociação. Como possível antídoto à limitação, o agente precavido buscará assessores especializados que sejam capazes de lhe auxiliar na compreensão das informações e dos riscos ligados ao negócio, o que implica mais custos.

Também como reflexo da racionalidade limitada do sujeito é de se esperar que equívocos sejam cometidos desde o momento de definição do procedimento a ser adotado para que as negociações se desenvolvam, até a celebração do contrato de compra e venda de empresa propriamente dito. Cabe aos agentes buscar diminuir o impacto das falhas de racionalidade, especialmente evitando o excessivo otimismo e a tendência à precipitação⁵⁴⁴.

As instituições, por fim, auxiliarão na modulação dos comportamentos dos agentes envolvidos⁵⁴⁵. A maior ou menor discricionariedade no que diz respeito ao que é contratado (limites à estipulação da cláusula de não concorrência entre alienante e adquirente, por exemplo), a compreensão da responsabilidade por passivos já existentes e a necessidade de prosseguir cumprindo determinados contratos são fatores relevantes, tendo as instituições (formais e informais) papel central nestas fixações. Até mesmo regras processuais em caso de eventual e indesejável litígio podem ser negociadas e pactuadas entre as partes, a exemplo da designação de a quem compete o ônus da prova⁵⁴⁶.

Desta forma, a nova economia Institucional apresenta elementos de análise capazes de transmitir que as informações não são completas, a assimilação do conteúdo não é perfeita pelos agentes econômicos e que as regras formais e informais influenciam no comportamento dos sujeitos.

⁵⁴⁴ MEIER, Olivier; SCHIER, Guillaume. **Fusions, Aquisitions**: stratégie – finance – management. 4^a ed. Paris: DUNOD, 2012, p. 255-265.

⁵⁴⁵ Tema analisado no item 1.1.

⁵⁴⁶ A respeito do tema ver: RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; ALVES, Giovani Ribeiro Rodrigues. Negócios Jurídicos Processuais nas Relações Societárias Brasileiras: “quanto custa o ônus da prova”? In: RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; CARAMÊS, Guilherme Bonato Campos (coords.). **Direito Empresarial e o CPC/2015**. 2 ed. Belo Horizonte: Fórum, 2018, p. 227-242.

Nesta esteira, inegável que a compra e venda de empresa é um processo complexo⁵⁴⁷ e flexível de negociação⁵⁴⁸, em que não é possível a defesa de fórmulas infalíveis e adequadas a toda e qualquer operação. Variantes como a especificidade do ativo, a quantidade de concorrentes no setor, as modalidades de contratos que são celebradas com clientes e fornecedores e o grau de exigência legal incidente acerca da necessidade de publicação de dados, influenciam diretamente a forma de estruturação das operações, inclusive as cautelas a serem tomadas.

Não ignorando a complexidade inerente às operações e a flexibilidade nas estruturas, Botrel⁵⁴⁹ descreve que se tem por praxe as seguintes etapas em negociações de compra e venda de empresas: (i) firmas especializadas são contratadas pelo interessado em fazer a venda para prospectar investidores; (ii) um pequeno memorando (*teaser*) apresenta características básicas da empresa objeto de negociação e do modelo de operação prospectada; (iii) havendo interesse do destinatário, assina-se um acordo de confidencialidade para que seja oportunizado ao interessado em adquirir acesso ao memorando de informações; (iv) em prosseguindo as tratativas, costuma-se haver uma proposta não vinculante; (v) ato seguinte, realiza-se a *due diligence* e, por fim; (vi) a operação se conclui com a assinatura do contrato definitivo.

Não há exigência legal que imponha esses procedimentos e nesta ordem, o que é salutar, já que as compras e vendas de empresas podem ter por objeto pequenos ou grandes negócios e agentes de diferentes portes econômicos⁵⁵⁰, o que influencia nas decisões de como estruturar a negociação, especialmente em razão dos custos envolvidos (custos de transação *ex ante* e *ex post*)⁵⁵¹.

Neste contexto, três são os temas que ganham relevo para os fins a que se destina a tese, especialmente por evidenciarem a problemática da racionalidade limitada

⁵⁴⁷ MEIER, Olivier; SCHIER, Guillaume. **Fusions, Aquisitions**: stratégie – finance – management. 4^a ed. Paris: DUNOD, 2012, p. 7-8.

⁵⁴⁸ BOTREL, Sérgio. **Fusões & Aquisições**. 4^a ed. São Paulo: Saraiva, 2016, p. 241.

⁵⁴⁹ BOTREL, Sérgio. **Fusões & Aquisições**. 4^a ed. São Paulo: Saraiva, 2016, p. 241-244.

⁵⁵⁰ A respeito dos procedimentos utilizados por pequenos agentes ver: DELECOURT, Philippe; FINE, Michèle. **Negocier une entreprise**: comment réussir ses fusions & acquisitions. Paris: Gualino, 2008, p. 77-80.

⁵⁵¹ Os custos de transação foram abordados no item 1.1 do trabalho, especialmente quando feita a descrição sobre as obras de Ronald Coase e Oliver Williamson.

do sujeito e a tentativa de minorar os impactos das falhas na formação do raciocínio em compra e venda de empresas: a *due diligence*, a cláusula *material adverse change* (MAC) e a cláusula *earn-out*.

A *due diligence* se constitui na análise dos registros, documentos e informações da empresa⁵⁵², tratando-se de importante instrumento para redução das assimetrias informacionais⁵⁵³. É um procedimento realizado a partir das informações fornecidas pelo vendedor⁵⁵⁴, em que o interessado em fazer a aquisição busca ter a melhor compreensão possível do negócio⁵⁵⁵.

Tem como objetivos aquilatar os riscos que podem advir da aquisição realizada⁵⁵⁶, bem como as oportunidades relacionadas ao negócio⁵⁵⁷. Em geral, abrange aspectos contábeis, financeiros, patrimoniais, societários, contratuais, trabalhistas, fiscais, de propriedade intelectual e regulatórios⁵⁵⁸.

As partes podem optar por limitar o escopo da *due diligence* por diversos motivos, tais como orçamento e tempo⁵⁵⁹. Com efeito, consoante já exposto, a nova economia institucional também ensina que dentre os custos de transação se encontram os de se informar⁵⁶⁰, de modo que não se pode acreditar que a *due diligence* conseguirá abordar todos os aspectos que envolvem a empresa analisada, sob pena de inviabilidade no próprio custo desta etapa. Destarte, mais do que a quantidade, a qualidade das

⁵⁵² LUPION, Ricardo. **Boa-fé objetiva nos contratos empresariais**: contornos dogmáticos dos deveres de conduta. Porto Alegre: Livraria do advogado, 2011, p. 169.

⁵⁵³ BLOK, Marcella. **Reorganizações Societárias, Fusões, Incorporações e Outros Eventos Societários**: aspectos legais, negociais e práticos. São Paulo: Quartier Latin, 2014, p. 202.

⁵⁵⁴ BLOK, Marcella. **Reorganizações Societárias, Fusões, Incorporações e Outros Eventos Societários**: aspectos legais, negociais e práticos. São Paulo: Quartier Latin, 2014, p. 195.

⁵⁵⁵ BOTREL, Sérgio. **Fusões & Aquisições**. 4ª ed. São Paulo: Saraiva, 2016, p. 60.

⁵⁵⁶ BLOK, Marcella. **Reorganizações Societárias, Fusões, Incorporações e Outros Eventos Societários**: aspectos legais, negociais e práticos. São Paulo: Quartier Latin, 2014, p. 192.

⁵⁵⁷ CEDDAHA, Franck. **Fusions, Aquisitions, Scissions**. 4ª ed. Paris: Economica, 2013, p. 225.

⁵⁵⁸ DELECOURT, Philippe; FINE, Michèle. **Negocier une entreprise**: comment réussir ses fusions & acquisitions. Paris: Gualino, 2008, p. 131-133. No mesmo sentido: CEDDAHA, Franck. **Fusions, Aquisitions, Scissions**. 4ª ed. Paris: Economica, 2013, p. 226 e; BOTREL, Sérgio. **Fusões & Aquisições**. 4ª ed. São Paulo: Saraiva, 2016, p. 245.

⁵⁵⁹ WALD, Arnoldo; MORAES, Luiza Rangel de; WAISBERG, Ivo. Fusões, incorporações e aquisições – aspectos societários, contratuais e regulatórios. In: WARDE JR., Walfrido Jorge (Coord.). **Fusão, Cisão, Incorporação e Temas Correlatos**. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 54.

⁵⁶⁰ Vide item 1.1 da tese.

informações transmitidas se mostra fundamental para a análise do potencial adquirente⁵⁶¹.

A origem do termo *due diligence* vem dos Estados Unidos da América, mais especificamente no *Securities Act* de 1933, servindo como defesa dos intermediários (corretoras) de uma compra e venda de empresa, os quais eram acusados de não transmitir de forma transparente as informações relevantes relativas à sociedade objeto do investimento⁵⁶². Demonstrando que havia sido feita uma *due diligence*, a responsabilidade dos intermediários estaria afastada⁵⁶³.

Neste sentido que, fazendo uma aproximação com a realidade brasileira, Lupion afirma que nos contratos de compra e venda de empresas, o dever de cooperação do vendedor é mitigado pela *due diligence*⁵⁶⁴, ainda que se possa questionar tal assertiva, visto que o procedimento depende de algumas informações que são transmitidas pela própria vendedora.

Consoante explica Ceddaha, a *due diligence* desempenha papel fundamental para a aquisição da empresa, já que seus resultados demonstrarão se as perspectivas de rentabilidade e risco compensam o investimento em análise⁵⁶⁵. O procedimento se desenvolve com fundamento na redução de riscos oriundos da assimetria informacional⁵⁶⁶, razão pela qual a problemática envolvendo a transmissão de informações é relevante também nesta etapa.

Ao analisar a *due diligence* no âmbito do trespasse, Féres afirma que o trânsito de informações é o verdadeiro alicerce da operação, em razão dos efeitos obrigacionais derivados do negócio⁵⁶⁷. Conforme verificado no item antecedente, o regime de sucessão

⁵⁶¹ CEDDAHA, Franck. **Fusions, Aquisitions, Scissions**. 4ª ed. Paris: Economica, 2013, p. 227.

⁵⁶² ROLDÃO, Nuno Moura; TEIXEIRA, Ana Guedes. O processo de auditoria legal. In: CÂMARA, Paulo (coord.). **Aquisição de Empresas**. Coimbra: Coimbra Editora, 2011, p. 108.

⁵⁶³ ROLDÃO, Nuno Moura; TEIXEIRA, Ana Guedes. O processo de auditoria legal. In: CÂMARA, Paulo (coord.). **Aquisição de Empresas**. Coimbra: Coimbra Editora, 2011, p. 108.

⁵⁶⁴ LUPION, Ricardo. **Boa-fé objetiva nos contratos empresariais: contornos dogmáticos dos deveres de conduta**. Porto Alegre: Livraria do advogado, 2011, p. 169.

⁵⁶⁵ CEDDAHA, Franck. **Fusions, Aquisitions, Scissions**. 4ª ed. Paris: Economica, 2013, p. 225.

⁵⁶⁶ ROCHA, Dinir Salvador Rios da; QUATTRINI, Larissa Teixeira (Coords.). **Fusões, Aquisições, Reorganizações Societárias e Due Diligence**. São Paulo: Saraiva, 2014, p. 45.

⁵⁶⁷ FÉRES, Marcelo Andrade. **Estabelecimento Empresarial: trespasse e efeitos obrigacionais**. São Paulo: Saraiva, 2007, p. 50.

nas obrigações no trespasse exige que o adquirente tenha uma completa compreensão acerca das responsabilidades já contraídas na exploração do estabelecimento. A situação vai além, porque também há responsabilidades no que se refere à continuidade nos contratos estipulados para a exploração do estabelecimento⁵⁶⁸, sendo necessária a devida análise dos instrumentos.

Dentre os temas de grande complexidade que envolvem o referido procedimento, destaca-se a questão dos limites e condições para que o potencial vendedor revele informações ao potencial comprador. Imagine-se, por exemplo, que haja previsão de confidencialidade em contratos celebrados entre a empresa que é objeto da negociação de compra e venda e terceiros. Indaga-se se tal contrato pode (ou deve) ser apresentado ao interessado em efetuar a aquisição.

Roldão e Teixeira defendem que não deveria ser facultado acesso a ele, em razão da previsão contratual, sugerindo a preparação de memorandos, com indicação descritiva das principais obrigações e direitos das partes, como forma de suprir a assimetria informacional⁵⁶⁹. Seria uma maneira de mitigar o problema do desalinhamento de informações, sem prejudicar o possível adquirente e sem violar a previsão de sigilo.

Os referidos autores comentam, ainda, hipóteses em que a lei veda a revelação de informações, suscitando o exemplo português da *Lei de Protecção de Dados Pessoais*, que em seu art. 3º⁵⁷⁰, veda que dados pessoais sejam transmitidos a terceiros — em tratamento legal semelhante ao recentemente entrado em vigor no direito brasileiro⁵⁷¹. Na mesma esteira da conclusão referente aos contratos que tenham cláusula de confidencialidade, sugerem que sejam eliminadas menções a nomes e outros dados pessoais no memorando a ser feito⁵⁷².

⁵⁶⁸ Vide subcapítulo 2.2.

⁵⁶⁹ ROLDÃO, Nuno Moura; TEIXEIRA, Ana Guedes. O processo de auditoria legal. In: CÂMARA, Paulo (coord.). **Aquisição de Empresas**. Coimbra: Coimbra Editora, 2011, p. 112-113.

⁵⁷⁰ O referido artigo estipula que são dados pessoais “qualquer informação, de qualquer natureza e independentemente do respectivo suporte, incluindo som e imagem, relativa a uma pessoa singular identificada ou identificável”.

⁵⁷¹ Vide Lei 13.709/2018.

⁵⁷² ROLDÃO, Nuno Moura; TEIXEIRA, Ana Guedes. O processo de auditoria legal. In: CÂMARA, Paulo (coord.). **Aquisição de Empresas**. Coimbra: Coimbra Editora, 2011, p. 113-114.

Destarte, a *due diligence* é mecanismo importante para a redução da assimetria informacional e, conseqüentemente, para a tomada de decisão do possível adquirente. Também é importante para aquilatar eventuais prêmios ou reduções após o fechamento do negócio, já que não há impeditivo para que seja realizada em momento posterior à celebração da compra e venda de empresa⁵⁷³, o que pode ser importante nos casos em que o contrato estipule responsabilidade por contingências ou quando o pagamento do preço final pela aquisição ficou vinculado a determinadas condições⁵⁷⁴.

Contudo, por mais ampla que seja, a *due diligente* não é suficientemente capaz de apresentar por completo o panorama da empresa objeto da negociação, portanto, certo grau de assimetria continuará existindo, além da suscetibilidade a erros de diagnóstico.

Até mesmo em razão da complexidade e impossibilidade de completude da *due diligence*, buscam-se mecanismos complementares para minimizar os efeitos decorrentes dos possíveis equívocos na contratação e para repartir os riscos existentes a partir da data de assinatura do contrato até a produção dos primeiros resultados pela empresa adquirida⁵⁷⁵.

Desde os anos 2000⁵⁷⁶ tem se tornado comum a previsão de cláusula de rescisão convencional do contrato de compra e venda de empresa denominada *material adverse change* (MAC) ou *material adverse effect* (MAE)⁵⁷⁷.

Tal cláusula foi estruturada para prever a existência de eventos ou condições que tragam perdas substanciais na capacidade de receita da empresa adquirida ou no valor

⁵⁷³ BOTREL, Sérgio. **Fusões & Aquisições**. 4ª ed. São Paulo: Saraiva, 2016, p. 244.

⁵⁷⁴ ROCHA, Dinir Salvador Rios da Rocha. Visão geral de *due diligence*: breves aspectos teóricos e práticos. In: ROCHA, Dinir Salvador Rios da; QUATTRINI, Larissa Teixeira (coords.). **Fusões, Aquisições, Reorganizações Societárias e Due Diligence**. São Paulo: Saraiva, 2014, p. 55.

⁵⁷⁵ BECKER, Philip. **The economic efficiency of material adverse change clauses in private M & A agreements subject to English law**. *Master Thesis* apresentada na Universiteit van Amsterdam, 2016, disponível em <http://www.scriptiesonline.uba.uva.nl/615554>.

⁵⁷⁶ CHERTOK, Adam B. Rethinking the U.S. Approach to Material Adverse Change Clauses in Merger Agreements. **University of Miami International and Comparative Law Review**, 99 (2014), pp. 100-140, p. 104.

⁵⁷⁷ ADAMS, Kenneth A. A Legal-Usage Analysis of “Material Adverse Change” Provisions. **Fordham Journal of Corporate & Financial Law**, v. 10, n. 1, 2004, pp. 9-53, p. 9.

do negócio⁵⁷⁸. O objetivo é o de conferir direito a uma das partes signatárias do contrato de denunciá-lo caso eventos alheios à sua vontade produzam efeitos relevantes que prejudiquem as bases da operação⁵⁷⁹. A MAC deve ter um período delimitado, geralmente abrangendo os primeiros meses após a assinatura do instrumento, mas pode ser estendida a alguns anos, dependendo da amplitude da *due diligence* e de eventuais necessidades de aprovação da transação pela autoridade antitruste⁵⁸⁰.

Para que se tenha parâmetros para a incidência da cláusula é fundamental que o termo de declaração e garantias apresentado no contrato seja suficientemente claro acerca dos principais aspectos ligados à empresa objeto da negociação, sob pena de se tornar disposição excessivamente vaga e que não contribua para evitar litígios⁵⁸¹. No mesmo sentido, é importante que se tenha uma definição no instrumento acerca do que é um evento material adverso⁵⁸², sob pena da cláusula poder ser utilizada de maneira indiscriminada e sem base real.

No direito brasileiro, a inexistência de tal cláusula não impede à parte que se sentir prejudicada invocar a teoria da imprevisão com a mesma finalidade. Entretanto, para isso terá não somente que comprovar todos os requisitos previstos no art. 478 do Código Civil⁵⁸³, como também superar os postulados que sustentam a teoria geral dos

⁵⁷⁸ WALD, Arnaldo; MORAES, Luiza Rangel de; WAISBERG, Ivo. Fusões, incorporações e aquisições – aspectos societários, contratuais e regulatórios. In: WARDE JR., Walfrido Jorge (Coord.). **Fusão, Cisão, Incorporação e Temas Correlatos**. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 55.

⁵⁷⁹ WALD, Arnaldo; MORAES, Luiza Rangel de; WAISBERG, Ivo. Fusões, incorporações e aquisições – aspectos societários, contratuais e regulatórios. In: WARDE JR., Walfrido Jorge (Coord.). **Fusão, Cisão, Incorporação e Temas Correlatos**. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 56.

⁵⁸⁰ VELASCO, Elisabet Saffouri. **Setting the boundaries between efficient and inefficient drafting practices: a case study of MAC clauses in private M&A deals in the U.S. and the UK jurisdictions**. *Master Thesis* apresentada em 24 de agosto de 2018 na Maastricht University, p. 3. Acesso em

https://www.researchgate.net/profile/Elisabet_Saffouri_Velasco/publication/327468034_Setting_the_boundaries_between_efficient_and_inefficient_drafting_practices_A_case_study_of_MAC_clauses_in_private_MA_deals_in_the_US_and_the_UK_jurisdictions/links/5b9107ad299bf114b7ff78e0/Setting-the-boundaries-between-efficient-and-inefficient-drafting-practices-A-case-study-of-MAC-clauses-in-private-M-A-deals-in-the-US-and-the-UK-jurisdictions.pdf?origin=publication_detail.

⁵⁸¹ CHERTOK, Adam B. Rethinking the U.S. Approach to Material Adverse Change Clauses in Merger Agreements. **University of Miami International and Comparative Law Review**, 99 (2014), pp. 100-140, p. 110.

⁵⁸² BOTREL, Sérgio. **Fusões & Aquisições**. 4ª ed. São Paulo: Saraiva, 2016, p. 297.

⁵⁸³ Dispõe referido artigo “Art. 478. Nos contratos de execução continuada ou diferida, se a prestação de uma das partes se tornar excessivamente onerosa, com extrema vantagem para a outra, em

contratos empresariais, dentre os quais à vocação de tais contratos ao risco e a inexistência de hipossuficiência na relação.

Também como reflexo da dificuldade em se ter precisão quando do momento de assinatura de um contrato de compra e venda de empresa, é frequente a estipulação de cláusulas de determinação contingente ou variável de preço, em que se deixa a determinação do valor de aquisição para momento posterior ao da celebração do contrato, objetivando que as partes entendam melhor a empresa adquirida à medida em que o tempo passe⁵⁸⁴.

Um exemplo comum deste tipo de estipulação é o das cláusulas *earn-out*, as quais condicionam o pagamento de quantias a que determinados resultados sejam atingidos⁵⁸⁵. Trata-se de um mecanismo de comprador e vendedor partilharem o risco⁵⁸⁶, sendo possível tanto estabelecer que haverá um aumento do preço de aquisição quanto uma redução⁵⁸⁷, conferindo certo grau de flexibilidade no período que vai da assinatura do contrato até a conclusão do pagamento da compra e venda da empresa⁵⁸⁸.

Quando da elaboração dos critérios, as partes devem ter a cautela para verificar quais eventos poderão interferir na apuração do valor, o procedimento para o acompanhamento de tais eventos e a forma de pagamento⁵⁸⁹.

Neste contexto que também como reflexo da limitação de racionalidade dos agentes na formatação contratual das operações de compra e venda de empresas, são

virtude de acontecimentos extraordinários e imprevisíveis, poderá o devedor pedir a resolução do contrato. Os efeitos da sentença que a decretar retroagirão à data da citação”.

⁵⁸⁴ SÁ, Fernando Oliveira e. A determinação contingente do preço de aquisição de uma empresa através de cláusulas *earn-out*. In: CÂMARA, Paulo (coord.). **Aquisição de Empresas**. Coimbra: Coimbra Editora, 2011, p. 401-402.

⁵⁸⁵ SÁ, Fernando Oliveira e. A determinação contingente do preço de aquisição de uma empresa através de cláusulas *earn-out*. In: CÂMARA, Paulo (coord.). **Aquisição de Empresas**. Coimbra: Coimbra Editora, 2011, p. 402.

⁵⁸⁶ CHERTOK, Adam B. Rethinking the U.S. Approach to Material Adverse Change Clauses in Merger Agreements. **University of Miami International and Comparative Law Review**, 99 (2014), pp. 100-140, p. 100-101.

⁵⁸⁷ SÁ, Fernando Oliveira e. A determinação contingente do preço de aquisição de uma empresa através de cláusulas *earn-out*. In: CÂMARA, Paulo (coord.). **Aquisição de Empresas**. Coimbra: Coimbra Editora, 2011, p. 403-404.

⁵⁸⁸ CHERTOK, Adam B. Rethinking the U.S. Approach to Material Adverse Change Clauses in Merger Agreements. **University of Miami International and Comparative Law Review**, 99 (2014), pp. 100-140, p. 101.

⁵⁸⁹ BOTREL, Sérgio. **Fusões & Aquisições**. 4ª ed. São Paulo: Saraiva, 2016, p. 289.

costumeiramente previstas garantias contratuais, destacando-se a (i) retenção de parcelas vincendas e a (ii) conta de depósito (*escrow account*).

Uma das razões para que o pagamento do preço pela aquisição de empresa ocorra de maneira diferida é por conta da existência de contingências (possivelmente constatadas na *due diligence*) que possam atingir o adquirente⁵⁹⁰. Um método eficiente para se lidar com isso é por meio da estipulação da possibilidade de reter parcelas vincendas em caso das contingências se transformarem em dívidas. A dificuldade está na definição exata de quais são as contingências e quais os valores que podem ser retidos.

Outro método utilizado para lidar com a dificuldade na determinação do valor final a ser pago é o da conta depósito. Por este mecanismo, o adquirente faz o depósito de determinada quantia em conta bancária de movimentação restrita, estabelecendo-se que apenas quando preenchidas determinadas condições poderá haver pelo vendedor a retirada ou transferência dos valores lá depositados⁵⁹¹. A exata estipulação acerca das condições a serem preenchidas para a liberação do dinheiro se mostra desafiadora, vez que a conta somente poderá ser movimentada se demonstrado seu estrito preenchimento.

Longe de pretender solucionar os impasses das duas usuais garantias acima referidas, o trabalho apenas ratifica que por mais racional que se façam os agentes, é impossível o preenchimento de todas as lacunas de informação ou de racionalidade. Isso não significa que os envolvidos não devam ser diligentes, ao contrário, apenas reforça a necessidade de se precaverem para que as lacunas sejam reduzidas, cuidando-se, entretanto, para que um excessivo racionalismo não impeça a formação de um negócio⁵⁹².

A partir da descrição das dificuldades da *due diligence*, da possibilidade que eventos alheios à vontade possam acarretar o desfazimento do negócio (cláusula MAC) e de que acontecimentos futuros influenciem no valor final da transação, logo se observa

⁵⁹⁰ BOTREL, Sérgio. **Fusões & Aquisições**. 4ª ed. São Paulo: Saraiva, 2016, p. 313.

⁵⁹¹ BOTREL, Sérgio. **Fusões & Aquisições**. 4ª ed. São Paulo: Saraiva, 2016, p. 314-315.

⁵⁹² MEIER, Olivier; SCHIER, Guillaume. **Fusions, Aquisitions: stratégie – finance – management**. 4ª ed. Paris: DUNOD, 2012, p. 7-8.

que por mais cauteloso que seja o empresário existirão diversos pontos de indeterminação.

Novamente, fica clara a relação entre a limitação de racionalidade do sujeito, os custos de transação e as instituições: a tendência é de que quanto maiores forem as cautelas, maiores serão os custos para suas previsões e menores as chances de insucesso na contratação. Quanto mais clara forem as estipulações, menores os custos e menos difícil a ponderação acerca dos riscos envolvidos nas operações. A compreensão das premissas da economia comportamental adiciona um passo nessa percepção.

3 REPENSANDO A INTERPRETAÇÃO DOS INSTRUMENTOS CONTRATUAIS DE COMPRA E VENDA DE EMPRESAS POR MEIO DE FERRAMENTAS DA ECONOMIA COMPORTAMENTAL

No primeiro capítulo da tese foram descritas características de dois movimentos que romperam com o pensamento neoclássico da economia e que propuseram novas formas de se analisar o comportamento humano: a nova economia institucional⁵⁹³ e a economia comportamental⁵⁹⁴.

Verificou-se que a segunda vertente se valeu de premissas estabelecidas pela primeira — especialmente do reconhecimento da limitação de racionalidade do sujeito e da identificação de que os contextos em que as opções são exercidas não se apresentam em sua forma ideal — para desenvolver uma linha autônoma de estudo econômico que buscou ampliar a compreensão acerca das tomadas de decisões dos agentes.

Descreveu-se que a economia comportamental aprofundou as críticas dos neoinstitucionalistas em relação à vertente econômica ortodoxa (neoclássica), buscando aquilatar, por meio de pesquisa empírica experimental, o acerto ou não das escolhas dos sujeitos. Este novo enfoque agregou novas categorias de análise (como as heurísticas, os vieses e os *nudges*), bem como evidenciou a possibilidade e a alta previsibilidade de que equívocos sejam cometidos.

Ambas as vertentes trouxeram contribuições relevantes para a compreensão das condutas, o que pode ser estendido àquelas praticadas na atividade empresarial. A nova economia institucional contribuiu, por exemplo, com a inserção dos custos de transação na compreensão da escolha entre internalizar por meio da firma ou buscar o produto ou serviço no mercado e com o reconhecimento do ambiente institucional como fator relevante ao desenvolvimento das atividades econômicas. A economia comportamental se revelou importante com a criação de novas categorias de análise, aprofundando o entendimento sobre o que leva os agentes econômicos a errar e de como é possível criar

⁵⁹³ Item 1.1.

⁵⁹⁴ Itens 1.2 e 1.3.

mecanismos que diminuam ou evitem muitos dos equívocos cometidos nas variadas relações humanas.

No segundo capítulo, buscou-se descrever quais são as características que configuram uma operação de compra e venda de empresas no Brasil, passando por estratégias societárias (como a cessão onerosa de quotas ou ações) até o trespasse. Argumentou-se que a caracterização acerca do que é a transferência de empresa não é algo simples sob o enfoque jurídico, o que se evidencia pela equivocidade do termo empresa e pela própria elasticidade da definição de ato de concentração realizada pela Lei de Defesa da Concorrência⁵⁹⁵.

A despeito das grandes diferenças havidas entre cada modalidade de operação que vise à transferência da empresa é possível identificar como um dos elementos em comum o fato de se consubstanciarem em instrumentos contratuais celebrados entre agentes econômicos. Nesta esteira, ao aproximar os temas (i) contratos que possuem por objeto a transmissão da empresa e (ii) racionalidade limitada do sujeito, logo se realçam as perspectivas de que erros possam ser cometidos pelos agentes nestas modalidades de contratação.

Como consequência da aproximação entre os temas, se a economia comportamental ensina que é previsível que o agente econômico cometa erros e se isto é aplicável também aos contratos de transmissão de empresas, destaca-se a relevância de se identificar como o operador do direito pode contribuir para reduzir as chances de que litígios ocorram e qual é o papel que cabe ao Poder Judiciário ao analisá-los quando instaurados.

O escopo deste capítulo é propor uma análise de problemas comumente identificados em determinados instrumentos contratuais, a partir de ferramentas da economia comportamental que venham a contribuir para as interpretações jurídicas que serão aplicadas aos negócios.

Entende-se que a compreensão dos atalhos de pensamento e dos vieses na formação dos contratos seja um importante passo para uma interpretação jurídica que

⁵⁹⁵ Ressalva-se, novamente, que a noção de ato de concentração abrange um número maior de operações, não ficando restrita às operações de compra e venda de empresas.

seja condizente com as peculiaridades dessas transações, até mesmo para que mecanismos indutores de comportamentos (*nudges*) possam auxiliar no aperfeiçoamento dos instrumentos, com a potencial redução de conflitos comumente verificados.

A consecução do objetivo não será simples, vez que as obras da economia comportamental, em sua expressiva maioria, preocupam-se com decisões corriqueiras, com nível de complexidade menor do que as encontradas nas operações de compra e venda de empresas. Destarte, acredita-se poder contribuir de forma original, ao menos diante da perspectiva de desencadear outras pesquisas supervenientes.

A análise jurídica a ser feita neste capítulo se vale do resgate dos conceitos de heurísticas, vieses e *nudges*, típicos da economia comportamental e apresentados quando da descrição inicial sobre a vertente comportamentalista⁵⁹⁶. Assume-se o risco de se considerar desnecessária a retomada de conceitos já apresentados, o que se faz em prol de uma maior clareza de raciocínio e, sobretudo, pelo acréscimo de uma contextualização à luz da atividade empresarial.

Após ser feita a aproximação teórico e prática entre heurísticas, vieses e *nudges* com condutas havidas no âmbito empresarial, o trabalho valer-se-á de casos concretos em que contratos de transmissão de empresas foram questionados judicialmente, relacionando os problemas contratuais discutidos entre as partes litigantes e os comportamentos apresentados.

Esclarece-se que serão objeto de estudo apenas três casos que tramitaram (ou tramitam) no Poder Judiciário, excluindo-se, portanto, as discussões travadas em via arbitral⁵⁹⁷ ou de mediação, até mesmo pelo sigilo característico destas últimas⁵⁹⁸. Trata-se, assim, de uma análise qualitativa, por entender que as demandas espelham aspectos

⁵⁹⁶ Item 1.2 do trabalho.

⁵⁹⁷ A respeito, interessante notar que recente levantamento publicado apontou que nas Câmaras de Arbitragem AMCHAM Brasil, Câmara de Arbitragem do Mercado (CAM B3), Câmara de Arbitragem Empresarial Brasil (CAMARB), Câmara de Conciliação, Mediação e Arbitragem (CCMA CIESP/FIESP), Centro de Arbitragem e Mediação da Câmara de Comércio Brasil-Canadá (CAM-CCBC) e Corte Internacional de Arbitragem da Câmara de Comércio Internacional (CCI) os conflitos societários mais comuns são ligados às operações de compra e venda de empresas. Acesso em <https://www.conjur.com.br/dl/levantamento-arbitragens-conflitos.pdf>, 01º de março de 2019.

⁵⁹⁸ ARAÚJO NETO, Pedro Irineu de Moura. A confidencialidade do procedimento arbitral e o princípio da publicidade. **Revista de Informação Legislativa**, 53, n. 212, out./dez. 2016, p. 139-154, p. 140-141.

relevantes e comuns ocorridos em operações de compra e venda de empresas. Ademais, limita-se a abrangência a casos que são ou foram analisados pelo Tribunal de Justiça do Paraná.

Não se pretende resumir a interpretação das escolhas dos agentes econômicos aos enquadramentos sugeridos na economia comportamental. Reconhece-se que os comportamentos dos agentes nos casos selecionados poderiam ser enquadrados em diferentes heurísticas ou vieses, sendo que a menção a cada um deles se dará a título meramente exemplificativo. O intuito é de acrescentar ferramentas desta vertente econômica à compreensão das escolhas efetuadas pelas partes contratantes nas compras e vendas de empresas, o que não é usual na literatura jurídica.

Ao final do capítulo, concluir-se-á acerca dos efeitos decorrentes da incorporação das ferramentas heurísticas e vieses na análise dos contratos de transferência de empresas, bem como será feito o cotejo entre a noção de *nudge* e o chamado paternalismo libertário⁵⁹⁹ para que se identifique o papel do Poder Judiciário na interpretação de tais contratos.

3.1 HEURÍSTICAS E VIESES NAS DECISÕES RELACIONADAS À ATIVIDADE EMPRESARIAL E AO INVESTIMENTO

Nas decisões ligadas ao exercício da atividade empresarial não é difícil identificar a presença de heurísticas e de vieses, sem que para isso seja necessário sustentar uma irracionalidade plena do sujeito⁶⁰⁰. Já se afastou no capítulo inicial qualquer radicalismo

⁵⁹⁹ A noção que posteriormente será minuciada se encontra em THALER, Richard; SUNSTEIN, Cass. **NUDGE: improving decisions about health, wealth and happiness**. London: Penguin Books, 2009, p. 235.

⁶⁰⁰ O pressuposto da racionalidade nas decisões dos agentes econômicos continua sendo importante nas análises jurídicas e econômicas no que se refere à análise dos comportamentos de agentes no mercado, conforme notado por LANGEVOORT, Donald C. *Organized Illusions: A Behavioral Theory of Why Corporations Mislead Stock Market Investors (and Cause Other Social Harms)*. In: SUNSTEIN, Cass R. (org.). **Behavioral Law & Economics**. New York: Cambridge Press, 2007, 144.

que defendesse tal irracionalidade completa do agente, vez que não faria sentido quando se trata de uma análise de comportamentos em que o profissionalismo é a marca essencial (a começar pelo próprio conceito de empresário⁶⁰¹) e a racionalidade é o fator esperado e exigido nas escolhas.

As heurísticas foram apresentadas previamente⁶⁰² como os atalhos de pensamento que o ser humano utiliza para tornar menos complexas as decisões do dia a dia⁶⁰³. A economia comportamental defende que tais atalhos não levam necessariamente a decisões erradas, mas acabam contribuindo para que equívocos aconteçam⁶⁰⁴, já que a diminuição da complexidade das decisões vem por meio da redução de variáveis levadas em consideração para as escolhas que são feitas⁶⁰⁵.

Como consequência da diminuição dos fatores analisados para decidir, torna-se possível que o agente ignore aspectos que deveriam ser analisados para a melhor escolha, o que é factível também no âmbito das decisões empresariais. É despiendo narrar que é impossível a qualquer agente ponderar acerca de todas as variantes ligadas à opção a ser realizada⁶⁰⁶, sob pena de inviabilizar a própria concretização do negócio, notadamente por conta da velocidade exigida em tais operações⁶⁰⁷, o que demonstra que é até mesmo previsível que atalhos de pensamento sejam adotados.

Neste contexto, vários são os atalhos cognitivos que os agentes econômicos se valem para decidir e, seguindo a metodologia característica da economia

⁶⁰¹ Art. 966 do Código Civil. “Considera-se empresário quem exerce profissionalmente atividade econômica organizada para a produção ou a circulação de bens ou de serviços”. A respeito do tema ver: LUPION, Ricardo. **Boa-fé Objetiva nos Contratos Empresariais** contornos dogmáticos dos deveres de conduta. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 2011, p. 142.

⁶⁰² Item 1.2 da tese.

⁶⁰³ PLOUS, Scott. **The psychology of judgment and decision making**. New York: 1993, McGraw-Hill, Inc., p. 109.

⁶⁰⁴ PLOUS, Scott. **The psychology of judgment and decision making**. New York: 1993, McGraw-Hill, Inc., p. 109.

⁶⁰⁵ BOUSSAIDI, Ramzi. Representativeness Heuristic, Investor Sentiment and Overreaction to Accounting Earnings: The Case of The Tunisian Stock Market. **Procedia – Social and Behavioral Sciences**, v. 81, 2013, p. 10.

⁶⁰⁶ GONÇALVES, Oksandro; FRANÇA, Luiz Alberto Fontana. Cláusulas contratuais gerais: interpretação dos contratos massificados à luz dos princípios contratuais e da análise econômica do direito. **Revista Jurídica Luso-Brasileira**, ano 3 (2017), n. 4, pp. 1.017-1.054, p. 1.042-1.043.

⁶⁰⁷ ASCARELLI, Tullio. **Lezioni di Diritto Commerciale**. Milano: Dott. Antonino Giuffré Editore, 1955, p. 04

comportamental, far-se-á utilização de exemplos para o delineamento geral da compreensão de heurísticas no contexto da atividade empresarial.

O primeiro ponto a ser compreendido é o próprio funcionamento de uma heurística a partir da evidenciação de como ela se manifesta em assuntos relacionados à empresa. Para isso, um mecanismo válido é a análise sobre o comportamento dos agentes no mercado de valores mobiliários, tanto em razão da relevância das pessoas jurídicas listadas em bolsa, quanto pela possibilidade de se valer de estudos realizados em outros países⁶⁰⁸, o que não seria possível se tomados como referência outros tipos societários que não possuem paralelos em outros ordenamentos jurídicos.

Comumente se tem a reprodução da assertiva de que os investimentos a longo prazo em ações na bolsa de valores trazem melhores resultados se comparados aos mais conservadores (como poupança, renda fixa e títulos do tesouro)⁶⁰⁹. Contudo, o tamanho da diferença é pouco discutido, o que acaba levando a uma superficialidade do debate — já que não embasado em comprovação empírica — e até mesmo a dúvidas sobre a veracidade da afirmação.

Thaler e Sunstein lidaram com a complexidade de efetuar a análise da diferença entre os mencionados rendimentos e fizeram a comparação dos resultados advindos em

⁶⁰⁸ Acerca da incidência de heurísticas do mercado acionário ver: THALER, Richard; SUNSTEIN, Cass. **NUDGE: improving decisions about health, wealth and happiness**. London: Penguin Books, 2009, 128-139; LANGEVOORT, Donald C. Organized Illusions: A Behavioral Theory of Why Corporations Mislead Stock Market Investors (and Cause Other Social Harms). In: SUNSTEIN, Cass R. (org.). **Behavioral Law & Economics**. New York: Cambridge Press, 2007, p. 144-167; THALER, Richard. **Misbehaving: a construção da economia comportamental**. Rio de Janeiro: Intrínseca, 2019, p. 227-235; GONZALEZ, Ricardo Alonso; BRUNI, Adriano Leal. Heurísticas Afetivas no Mercado de Ações Brasileiro: um estudo quase-experimental com investidores. **Revista Enanpad**, vol. 1, Rio de Janeiro, 2012, p. 1-15; BOUSSAIDI, Ramzi. Representativeness Heuristic, Investor Sentiment and Overreaction to Accounting Earnings: The Case of The Tunisian Stock Market. **Procedia – Social and Behavioral Sciences**, v. 81, 2013, p. 9-21; MENG, Sijia. **Availability Heuristic Will Affect Decision-making and Result in Bias**. 3rd International Conference on Management Science and Innovative Education, 2017, p. 267-272; KHAN, Habib Hussain; NAZ, Iram; QURESHI, Fiza; GHAFOR, Abdul. Heuristics and stock buying decision: Evidence from Malaysian and Pakistani stock markets. **Borsa Istanbul Review**, 17-2, 2017, p. 97-110; HUSSAIN, M.; SHAH, S. Z. A.; LATIF, K.; BASHIR, U.; YASIR, M. Hindsight bias and investment decisions making empirical evidence from an emerging financial market. **International Journal of Research Studies in Management**, 2013, october, v. 2, n. 2, p. 77-88.

⁶⁰⁹ THALER, Richard; SUNSTEIN, Cass. **NUDGE: improving decisions about health, wealth and happiness**. London: Penguin Books, 2009, p. 129.

oitenta anos no mercado norte-americano (1925-2005)⁶¹⁰, em processo inverso ao de uma heurística, vez que aumentaram as variáveis e a complexidade da análise realizada, ao invés de reduzi-la pela via de um atalho de pensamento.

Os mencionados economistas compararam os ganhos proporcionados pela média dos títulos do tesouro emitidos pelo governo dos Estados Unidos da América com os resultados advindos da média dos fundos de ações que contemplam as maiores companhias com sede no referido país⁶¹¹.

O resultado foi que enquanto o investimento conservador (títulos do tesouro) rendeu em média 3,7% (três vírgula sete por cento) ao ano, o retorno dos fundos de ações das grandes sociedades anônimas foi de 10,4% (dez vírgula quatro por cento), em média, no mesmo período⁶¹².

Nesse caso, portanto, pode-se dizer que a heurística levava os analistas à afirmação geral correta acerca do melhor desempenho das ações a longo prazo, em comparação aos investimentos conservadores, notadamente no que diz respeito à conclusão.

Por outro lado, a partir do mesmo exemplo, é possível admitir que caso os investidores tivessem acesso aos dados que demonstram a enorme disparidade nos rendimentos, a representatividade de investimentos em ações teria sido muito maior do que a registrada⁶¹³. Consequentemente, mesmo levando a uma conclusão geral correta, a heurística contribuiu para que dados que poderiam levar os agentes a decisões

⁶¹⁰ THALER, Richard; SUNSTEIN, Cass. **NUDGE**: improving decisions about health, wealth and happiness. London: Penguin Books, 2009, p. 129-130.

⁶¹¹ Os autores mencionam que mesmo pessoas com alta formação técnica em Economia acabam caindo em heurísticas que prejudicam os rendimentos, exemplificando que o economista financeiro Harry Markowitz confessou que era excessivamente conservador em seus investimentos e que deveria ter alocado melhor os seus recursos. THALER, Richard; SUNSTEIN, Cass. **NUDGE**: improving decisions about health, wealth and happiness. London: Penguin Books, 2009, p.133.

⁶¹² THALER, Richard; SUNSTEIN, Cass. **NUDGE**: improving decisions about health, wealth and happiness. London: Penguin Books, 2009, p. 129-130.

⁶¹³ Os autores mencionam que mesmo pessoas com alta formação técnica em economia acabam incorrendo em heurísticas que prejudicam os rendimentos, exemplificando que o economista financeiro Harry Markowitz confessou que era excessivamente conservador em seus investimentos e que deveria ter alocado melhor os seus recursos. THALER, Richard; SUNSTEIN, Cass. **NUDGE**: improving decisions about health, wealth and happiness. London: Penguin Books, 2009, p. 133.

diferentes das que tomaram não fossem levados em consideração, prejudicando o processo decisório.

O mencionado exemplo transmite não somente o déficit informacional resultante da adoção da heurística, como a própria razão dos agentes dela se utilizarem. Afinal, é pouco razoável esperar que um pequeno investidor opte por fazer análise tão ampla temporalmente e com tamanho grau de detalhamento antes de decidir qual investimento fará. Pode-se questionar, inclusive, se os custos de transação para efetuar tal análise compensariam a estes investidores.

Por outro lado, caso se trate de um investidor que faça do aporte de capital na bolsa de valores sua profissão habitual, é de se esperar um grau de zelo e de conhecimento maior, o que tende a se refletir nas decisões ligadas ao mercado acionário, razão pela qual não seria de se estranhar análises tão ou mais profundas quanto a realizada pelos economistas supracitados.

Ainda a respeito do funcionamento da heurística, mesmo optando por aumentar a complexidade e fugir do atalho usualmente adotado para se abordar o tema, Thaler e Sunstein também não abrangeram todas as variáveis possíveis, incorrendo, assim, em heurísticas.

A título exemplificativo, poderia ser questionado se a mesma conclusão obtida seria válida para investidores que aportaram seu capital em empresas que não eram de tão grande porte. Igualmente, se o recorte de 80 (oitenta) anos não poderia ser substituído por outro, até mesmo porque é pouco provável que um investidor comum deixasse seu dinheiro na mesma aplicação por tão longo período. Finalmente, se no Brasil, em que até pouco tempo os títulos de renda fixa ofereciam excelente retorno e o mercado de ações é marcadamente especulativo⁶¹⁴, a lógica sobre o retorno dos investimentos seria a mesma identificada na pesquisa.

⁶¹⁴ Isso se deu especialmente até os anos 2000, como explica MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Aquisição de Controle na Sociedade Anônima**. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 39-42.

Toda decisão humana, inclusive as empresariais (e as acadêmicas⁶¹⁵), se vale de heurísticas, tanto em razão da limitação de racionalidade quanto em virtude da impossibilidade temporal de se aquilatar todas as variáveis em qualquer decisão a ser tomada. Por mais que se busque avaliar todos os aspectos necessários para se decidir, atalhos de pensamento são adotados, consciente ou inconscientemente⁶¹⁶.

Compreendido o funcionamento da heurística em exemplo aplicável aos investimentos, retoma-se que três foram os atalhos de pensamento apresentados originalmente por Kahneman e Tversky: (i) a heurística da disponibilidade; (ii) a heurística da ancoragem e (iii) a heurística da representatividade⁶¹⁷.

A heurística da disponibilidade foi apresentada como aquela que remete à incompleta assimilação de informações, com a especificidade de que o agente tende a decidir com base na velocidade com que se recorda de certos eventos passados que se relacionam com a situação que se está a analisar⁶¹⁸.

Esta heurística, assim como as demais, funciona adequadamente para muitas das decisões, contudo, pode levar a equívocos, já que não é raro que a pessoa se recorde de algo não por conta da frequência ou da probabilidade de que ocorra, mas em razão de fatores como a temporalidade (recente) ou a forte carga emocional que trouxe consigo⁶¹⁹.

No que se refere ao mercado acionário, a lembrança de ganhos extraordinários ou de perdas expressivas tende a afetar a decisão de um agente econômico na escolha por efetuar ou não um negócio que envolva as ações. Ocorre que não necessariamente esta recordação será fidedigna para a análise econômica pretendida, já que a variação

⁶¹⁵ Dhami aponta, por exemplo, que mesmo as pesquisas estatísticas se valem das heurísticas. DHAMI, Sanjit. **The foundations of behavioral economic analysis**. Oxford: Oxford University Press, 2016, p. 1.342.

⁶¹⁶ MENG, Sijia. **Availability Heuristic Will Affect Decision-making and Result in Bias**. 3rd International Conference on Management Science and Innovative Education, 2017, p. 267-272, p. 267.

⁶¹⁷ Item 1.2 da tese.

⁶¹⁸ PLOUS, Scott. **The psychology of judgment and decision making**. New York: 1993, McGraw-Hill, Inc., p. 121.

⁶¹⁹ PLOUS, Scott. **The psychology of judgment and decision making**. New York: 1993, McGraw-Hill, Inc., p. 121.

pode ter sido resultado de um fator específico que trouxe ganhos ou perdas atípicos em determinado momento⁶²⁰.

Como exemplo da incidência da heurística da disponibilidade na atuação de agentes econômicos no mercado de valores mobiliários, Khan *et al* expõem que os investidores tendem a aportar capital em ações de companhias que gastam mais recursos com publicidade, por serem mais lembradas pelo tomador de decisões em comparação às outras companhias⁶²¹. Interessante a constatação de que a lembrança da imagem da empresa a partir de sua publicidade acaba sendo preponderante para a opção a ser feita pelo agente econômico, prevalecendo até mesmo sobre a variável que indique qual companhia trouxe os melhores resultados nos últimos anos.

No âmbito da compra e venda de empresas, potencialmente, a heurística da disponibilidade pode ser determinante na opção que um agente tem de adquirir ou de vender tendo como referência recentes notícias que indiquem sucesso em operações similares e deixando de observar se a situação concreta em análise possui elementos que denotem similitude fática. Trata-se da força das lembranças, capazes de preponderar sobre vias mais racionais de pensamento, servindo como um atalho que simplifica as decisões.

Destarte, mesmo na atividade econômica a heurística da disponibilidade se manifesta, potencialmente prejudicando as opções que são feitas, por meio da diminuição de variantes analisadas para se tomar a decisão. Cabe aos agentes que fazem as escolhas ter o discernimento de que cada operação possui um conjunto próprio de características, havendo de se ter a cautela no que diz respeito a uma precipitada opção que logo vincule o caso presente a outro que venha à mente.

A segunda heurística apresentada no trabalho foi a da ancoragem. Explicou-se que tal atalho de pensamento se faz presente quando as pessoas tomam como referência

⁶²⁰ THALER, Richard; SUNSTEIN, Cass. **NUDGE**: improving decisions about health, wealth and happiness. London: Penguin Books, 2009, p. 128-139.

⁶²¹ KHAN, Habib Hussain; NAZ, Iram; QURESHI, Fiza; GHAFOR, Abdul. Heuristics and stock buying decision: Evidence from Malaysian and Pakistani stock markets. **Borsa Istanbul Review**, 17-2, 2017, p. 97-110, p. 106.

um valor para uma quantidade desconhecida⁶²². A partir de experimentos práticos, Kahneman concluiu que mesmo âncoras aleatoriamente fixadas são capazes de influenciar as decisões tomadas pelo agente⁶²³.

Nas palavras dos próprios criadores da categoria pode se resumir a supracitada heurística: “diferentes pontos de partida produzem diferentes estimativas, que são viesadas na direção dos valores iniciais. Chamamos isso de fenômeno da ancoragem”⁶²⁴. É o indevido vincular do raciocínio a um número previamente estipulado, não necessariamente condizente com a realidade⁶²⁵.

A respeito da heurística da ancoragem e da vinculação com a atividade empresarial, Chang, Luo e Ren analisaram como o efeito da âncora influencia o mercado acionário, especificamente no que se refere às empresas que após terem feito a abertura de capital (IPO)⁶²⁶ em determinado país, estavam em vias de abrir em outro mercado de ações⁶²⁷.

Com vasto estudo empírico, os autores concluíram que os agentes tendem a prestar muita atenção ao valor originário que fora fixado quando do IPO e que não costumam fazer os necessários ajustes na análise para a nova realidade, o que resulta no fato de o segundo valor ficar indevidamente enviesado ao primeiro (eis o efeito da âncora)⁶²⁸.

⁶²² KAHNEMAN, Daniel. **Rápido e Devagar**: duas formas de pensar. Rio de Janeiro: Objetiva, 2012, p. 152.

⁶²³ KAHNEMAN, Daniel. **Rápido e Devagar**: duas formas de pensar. Rio de Janeiro: Objetiva, 2012, p. 160. A mesma conclusão foi também de THALER, Richard; SUNSTEIN, Cass. **NUDGE**: improving decisions about health, wealth and happiness. London: Penguin Books, 2009, p. 26.

⁶²⁴ TVERSKY, Amos; KAHNEMAN, Daniel. Julgamento sob incerteza: heurísticas e vieses. In: Kahneman, Daniel. **Rápido e Devagar**: duas formas de pensar. Rio de Janeiro: Objetiva, 2012, p. 533.

⁶²⁵ ZAMIR, Eyal; TEICHMAN, Doron. **Behavioral Law and Economics**. Oxford: Oxford University Press, 2018, p. 79.

⁶²⁶ Sigla de Initial Public Offering (oferta pública inicial, em tradução livre).

⁶²⁷ CHANG, Eric C.; LUO, Yan; REN, Jinjuan. Cross-listing and pricing efficiency: the informational and anchoring role played by the reference price. **Journal of Banking and Finance**, 2013, v. 37, n. 11, p. 4449-4464. Kansal e Sing fizeram a sistematização dos estudos que trabalham como o efeito da ancoragem influencia as decisões relacionadas a investimentos em KANSAL, Priya; SING, Seema. Anchoring Effect in Investment Decision Making – A Systematic Literature Review. **Asia Pacific Journal of Research**, vol I, n. XXXII, outubro de 2015, p. 17.

⁶²⁸ CHANG, Eric C.; LUO, Yan; REN, Jinjuan. Cross-listing and pricing efficiency: the informational and anchoring role played by the reference price. **Journal of Banking and Finance**, 2013, v. 37, n. 11, p. 4449-4464

A respeito da incidência da referida heurística na compra e venda de empresas, Milanez aponta que não raramente se pagam preços acima do valor de mercado para comprar⁶²⁹ e que o principal fator que leva a tal equívoco é que a compradora faz uma avaliação acerca de quanto uma eventual sinergia entre as empresas acrescentaria para a adquirente, criando-se um valor de referência (âncora) superior ao valor de mercado da adquirida⁶³⁰.

Observe-se que ao fixar determinado valor aprioristicamente, a oferta para a aquisição de uma empresa pode rapidamente se apresentar como boa ou ruim para o tomador da decisão, sem que isso seja confiável. Trata-se do atalho da âncora, em que um montante previamente estabelecido molda as expectativas da parte desde a sua fixação, tendo capacidade de influenciar na decisão final a ser tomada pelo agente econômico.

Além de afetar a própria parte em uma negociação de compra e venda de empresa, a ancoragem equivocada pode afetar o julgamento por um terceiro (juiz ou árbitro), vez que o tomador de decisão também pode ser influenciado por um valor que o conduza a julgar de determinada maneira (a sua própria remuneração, por exemplo), não necessariamente justa e condizente ao caso concreto que se está a analisar.

Destarte, considerando a previsibilidade de que seja influenciado por um indevido número, cabe ao julgador ter a cautela de se desvincular de valores quantitativos que pudessem servir de âncoras para a análise do caso concreto. Da mesma forma, cabe aos agentes ter o discernimento e a atenção necessários para evitar que uma âncora conduza a conclusões precipitadas quanto ao negócio a ser celebrado.

A terceira heurística mencionada por Kahneman e Tversky é a da representatividade. Trata-se do atalho segundo o qual o agente decide com base na percepção da probabilidade de ocorrer algo a partir da identificação de representar um determinado tipo de situação⁶³¹.

⁶²⁹ MILANEZ, Daniel Yabe. **Finanças Comportamentais no Brasil**. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. 2003, p. 14.

⁶³⁰ MILANEZ, Daniel Yabe. **Finanças Comportamentais no Brasil**. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. 2003, p. 14.

⁶³¹ TVERSKY, Amos; KAHNEMAN, Daniel. Julgamento sob incerteza: heurísticas e vieses. In: Kahneman, Daniel. **Rápido e Devagar: duas formas de pensar**. Rio de Janeiro: Objetiva, 2012, p. 525-530.

Se um agente econômico toma como fundamento para a decisão de abrir um novo negócio as suas percepções pessoais, tende a optar pela resposta (alternativa) que melhor se adapte a essas percepções que já possui, independentemente de, no caso concreto, haver peculiaridades que efetivamente demonstrem ser aquela a melhor decisão. É o indevido enquadramento de uma situação como se representasse (ou espelhasse) alguma já ocorrida.

Ao fazer estudo de casos envolvendo o mercado de valores mobiliários, Boussaidi constatou que a heurística da representatividade se manifesta nos agentes quando interpretam as performances pretéritas da companhia como representativas de um desempenho geral que continuaria no futuro⁶³² (seja ele positivo ou negativo).

O referido autor concluiu, a partir dos dados coletados, que tal heurística é frequente no mercado de ações⁶³³, em decorrência de precipitados enquadramentos de situações como se espelhassem outras. Ainda que com um leque menor de empresas analisadas, Saturnino e Lucena chegaram a conclusões similares ao abordar o comportamento de agentes no mercado brasileiro⁶³⁴.

Em análise convergente, Meng expõe que após a crise do *subprime* no mercado norte-americano, diversos investidores e analistas observaram que algumas das características pré-crise estavam se repetindo em outros mercados, concluindo, com isso, que uma crise semelhante estaria prestes a ocorrer⁶³⁵. Entretanto, as esperadas novas crises não se concretizaram, tendo havido uma precipitada análise a partir da lembrança da que ocorrera nos Estados Unidos da América na primeira década dos anos 2000⁶³⁶. Trata-se, mais uma vez, da incidência do atalho da representatividade.

⁶³² BOUSSAIDI, Ramzi. Representativeness Heuristic, Investor Sentiment and Overreaction to Accounting Earnings: The Case of The Tunisian Stock Market. **Procedia – Social and Behavioral Sciences**, v. 81, 2013, p. 9-21.

⁶³³ BOUSSAIDI, Ramzi. Representativeness Heuristic, Investor Sentiment and Overreaction to Accounting Earnings: The Case of The Tunisian Stock Market. **Procedia – Social and Behavioral Sciences**, v. 81, 2013, p. 18.

⁶³⁴ SATURNINO, Odilon; LUCENA, Pierre. **Valor da Ação e Sentimento do Investidor no Brasil: O Afeto sobrepuja a Razão?** Disponível em <http://sbfin.org.br/files/investimentos-artigo-xv-ebfin-5048.pdf>, acesso em 03 de julho de 2019.

⁶³⁵ MENG, Sijia. **Availability Heuristic Will Affect Decision-making and Result in Bias**. 3rd International Conference on Management Science and Innovative Education, 2017, p. 267-272, p. 271.

⁶³⁶ NG, Sijia. **Availability Heuristic Will Affect Decision-making and Result in Bias**. 3rd International Conference on Management Science and Innovative Education, 2017, p. 267-272, p. 271.

A referida heurística também pode se fazer presente no que diz respeito a uma operação de compra e venda de empresa, seja por uma análise tomada a partir de uma falsa representação gerada pelo aspecto estrutural da empresa a ser adquirida, seja pela falsa imagem produzida por um equivocado balanço ou por uma *due diligence*⁶³⁷ precipitadamente realizada. Assemelha-se aos estereótipos⁶³⁸ que nos levam a determinadas conclusões, não raramente erradas.

Tomando os conceitos e exemplos acima, identifica-se que todas as heurísticas têm em comum o fato de se constituírem em vias de se reduzir a complexidade nas decisões a serem tomadas. E, ao se analisar o grande número de fatores que podem afetar uma compra e venda de empresas, não é de se surpreender que atalhos sejam adotados pelos agentes, por mais racionais que busquem ser em seus julgamentos empresariais.

Em razão da natureza e da relevância das decisões referentes às transferências de empresas seria precipitado afirmar que o agente se valeria unicamente de certas lembranças (heurística da disponibilidade), da vinculação a certo número (heurística da ancoragem) ou da semelhança de determinada situação com outra (heurística da representatividade) para optar ou não pela transação. Nada obstante, justamente por conta da complexidade do raciocínio humano, os referidos atalhos podem se constituir em fatores que influenciam na opção a ser tomada, sendo possível, a partir da compreensão deles, criar mecanismos indutores de comportamento que os evitem ou diminuam seus efeitos.

Prosseguindo a análise a partir das categorias propostas pela economia comportamental, retoma-se que as heurísticas contribuem para que os vieses

⁶³⁷ Trata-se de procedimento de coleta de informações, revisão e análise que objetiva analisar jurídica e economicamente a sociedade envolvida no negócio, de acordo com a definição de WALD, Arnoldo; MORAES, Luiza Rangel de; WAISBERG, Ivo. **Fusões, incorporações e aquisições – aspectos societários, contratuais e regulatórios**. WARDE JR., Walfrido Jorge (Coord.). Fusão, Cisão, Incorporação e Temas Correlatos. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 53.

⁶³⁸ KAHNEMAN, Daniel. **Rápido e Devagar**: duas formas de pensar. Rio de Janeiro: Objetiva, 2012, p. 192.

ocorram⁶³⁹. A noção de viés foi apresentada como o erro sistematicamente cometido pelo tomador de decisão⁶⁴⁰.

Neste sentido, os quatro vieses apresentados (excessivo otimismo, retrospectiva, *status quo* e aversão ao extremo⁶⁴¹) também podem ser ferramentas úteis de análise para melhor entender equívocos ocorridos nas decisões vinculadas às atividades da empresa.

O viés da aversão ao extremo foi apresentado como o erro sistematicamente cometido quando as pessoas tendem a optar por alternativas que não sejam as extremas⁶⁴², deixando de observar que, por vezes, as opções mais radicais podem ser as melhores decisões.

A aversão ao extremo ajuda a compreender a forte rejeição que as pessoas têm no que se refere às perdas no mercado de valores mobiliários. A partir de experimentos práticos, Thaler e Sunstein afirmam que o agente econômico atribui às perdas peso desproporcional⁶⁴³. Ao rejeitar a perda, o agente econômico deixa de investir recursos bolsa de valores, mesmo que os números demonstrem ser este o melhor investimento a longo prazo. Ganha-se menos (ou se deixa de ganhar) para evitar uma perda.

Tal viés é útil para explicar desde o relativo pequeno número de investidores que aportam seu dinheiro na bolsa⁶⁴⁴ até para perquirir as razões pelas quais se insiste em vender as ações em período de baixa⁶⁴⁵, mesmo sendo manifestamente equivocada a estratégia. Trata-se da dificuldade do ser humano lidar com o extremo, especialmente pela barreira de lidar com as perdas⁶⁴⁶.

No âmbito de compra e venda de empresas, o viés da aversão ao extremo pode se manifestar tanto nas negociações realizadas pelos agentes econômicos — ao não

⁶³⁹ Vide item 1.2 da tese.

⁶⁴⁰ Tema trabalhado no item 1.2.

⁶⁴¹ Assunto verificado no item 1.2.

⁶⁴² Analisado no item 1.2.

⁶⁴³ THALER, Richard; SUNSTEIN, Cass. **NUDGE**: improving decisions about health, wealth and happiness. London: Penguin Books, 2009, p. 131.

⁶⁴⁴ THALER, Richard; SUNSTEIN, Cass. **NUDGE**: improving decisions about health, wealth and happiness. London: Penguin Books, 2009, p. 131.

⁶⁴⁵ THALER, Richard; SUNSTEIN, Cass. **NUDGE**: improving decisions about health, wealth and happiness. London: Penguin Books, 2009, p. 132-133.

⁶⁴⁶ A respeito THALER, Richard H. **Comportamento Inadequado**. Coimbra: Actual, 2015, p. 356.

aceitar nem a proposta originalmente formulada por um lado nem a contraproposta original do outro — quanto na decisão a ser tomada pelo terceiro que analisa eventual conflito entre as partes, ao não decidir nem de modo totalmente favorável a um lado nem ao outro. O viés da aversão ao extremo auxilia na compreensão de que há uma natural inclinação pela alternativa que não represente nem o anseio pleno de uma parte nem o de outra.

O viés da retrospectiva, por sua vez, foi apresentado como o erro de considerar no futuro que determinado resultado seria óbvio quando se passaram os fatos⁶⁴⁷. Em outras palavras, trata-se de pensar que uma situação fatalmente ocorreria (após visto o resultado), enquanto, antes de ter ocorrido, tal obviedade inexistia.

Aproximando o viés da retrospectiva da realidade empresarial, Hussain *et al* afirmam que se trata do erro sistematicamente cometido pelo investidor de considerar, após verificada a performance (ganhos ou perdas) da ação adquirida, que o resultado seria óbvio⁶⁴⁸. Ao ter uma nova informação, isto é, o resultado propriamente dito, o agente econômico tende a estruturar o pensamento como se essa informação já existisse ou fosse presumível à época da celebração do negócio, acarretando no erro de pensar que haveria obviedade no resultado.

Por outro lado, a compreensão de referido viés se mostra especialmente importante na análise de como o Poder Judiciário tende a analisar um litígio que envolva uma operação de compra e venda de empresa. Quando os casos vão a julgamento, a realidade já se passou e os resultados já se apresentaram⁶⁴⁹. Assim, ao fazer o julgamento, tende-se a achar que os efeitos decorrentes das decisões tomadas à época dos fatos eram mais previsíveis do que efetivamente eram, o que influencia a forma como o julgador analisa o caso⁶⁵⁰.

⁶⁴⁷ Explicado no item 1.2.

⁶⁴⁸ HUSSAIN, M.; SHAH, S. Z. A.; LATIF, K.; BASHIR, U.; YASIR, M. Hindsight bias and investment decisions making empirical evidence from an emerging financial market. **International Journal of Research Studies in Management**, 2013, october, v. 2, n. 2, p. 77-88.

⁶⁴⁹ A análise é feita em DHAMI, Sanjit. **The foundations of behavioral economic analysis**. Oxford: Oxford University Press, 2016, p. 1346.

⁶⁵⁰ PLOUS, Scott. **The psychology of judgment and decision making**. New York: 1993, McGraw-Hill, Inc., p. 35.

Em relação às operações de compra e venda de empresas, concluir, após ter ocorrido o negócio, que um determinado agente foi imprevidente ou que sabia que haveria um prejuízo à outra parte, pode parecer óbvio depois do resultado, mas não necessariamente o era à época em que a negociação foi realizada. Destarte, especialmente sob a perspectiva do julgador, deve-se ter o discernimento para não incorrer neste erro sistematicamente cometido, capaz de induzir a uma equivocada percepção acerca de vícios no consentimento que pudessem resultar em intervenção judicial sobre o contrato.

O terceiro viés abordado — do excessivo otimismo — é aquele que representa a crença do indivíduo de que com ele próprio a situação será mais benéfica do que foi com outro agente⁶⁵¹. Constitui-se na superestimação da capacidade de atuação da própria pessoa, acreditando que resultados benéficos invariavelmente serão produzidos com ela, mesmo que com outros não tenha ocorrido o mesmo⁶⁵². No âmbito das compra e venda de empresas, estima-se que de 60% (sessenta por cento) a 70% (setenta por cento) das operações fracassam⁶⁵³, o que pode ser compreendido em parte pelo viés do excessivo otimismo.

Kahneman explica que os empresários acreditam que são prudentes, mesmo quando não o são⁶⁵⁴, o que, como consequência, conduz a más tomadas de decisões⁶⁵⁵ na atividade empresarial, no que se incluem as operações de compra e venda de empresas.

O viés do excessivo otimismo acaba trazendo efeitos como a menor precaução no processamento de dados e de análise em geral, tais como salvaguardas contratuais, já que se presume que com a própria pessoa não ocorrerá o problema que se passou com outras anteriormente.

⁶⁵¹ FORGIONI, Paula Andrea. **Contratos Empresariais**: teoria geral e aplicação. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2015, p. 104.

⁶⁵² Explicado no item 1.2.

⁶⁵³ BOTREL, Sérgio. **Fusões & Aquisições**. 4ª ed. São Paulo: Saraiva, 2016, p. 46.

⁶⁵⁴ KAHNEMAN, Daniel. **Rápido e Devagar**: duas formas de pensar. Rio de Janeiro: Objetiva, 2012, p. 320.

⁶⁵⁵ LANGEVOORT, Donald C. Organized Illusions: A Behavioral Theory of Why Corporations Mislead Stock Market Investors (and Cause Other Social Harms). SUNSTEIN, Cass R. (org.). **Behavioral Law & Economics**. New York: Cambridge Press, 2007, p. 149-150.

Thaler e Sunstein exemplificam que em pesquisa realizada com empresários que estavam iniciando um negócio, foi questionado a cada um deles (a) qual a chance de sucesso no ramo de negócio em que está ingressando e (b) qual a chance dele próprio obter sucesso em sua empreitada⁶⁵⁶.

Enquanto a resposta mais comum para a primeira pergunta foi o percentual de 50% (cinquenta por cento), para o segundo questionamento foi de 90% (noventa por cento)⁶⁵⁷, em flagrante demonstração de extrema autoconfiança e de um excessivo otimismo no que se refere ao próprio sujeito.

Racionalmente, não há o que sustente a crença de que a própria pessoa teria maior probabilidade de êxito em sua atividade do que ela estima que os outros terão no mesmo ramo econômico. A explicação se dá a partir da compreensão do viés do excessivo otimismo, ou seja, na superestimação da própria capacidade da pessoa.

Em outro exemplo de incidência do referido viés na atividade empresarial, Bortoli⁶⁵⁸ analisou as companhias de capital aberto listadas na B3 (à época em que se chamava BM&F BOVESPA), no período que compreendeu os anos de 2011 a 2015, tendo por objeto específico de estudo as operações de compra de ações por parte dos executivos das companhias brasileiras, a fim de verificar possível superestimação acerca da capacidade deles próprios gerarem retornos maiores para a companhia (e consequente subestimação dos riscos).

A análise dos comportamentos demonstrou que os executivos, ao ingressarem em uma companhia nesta condição, tendem a acreditar que as ações estão subavaliadas e que a sua gestão pode contribuir para a valorização⁶⁵⁹. Consequentemente, os

⁶⁵⁶ THALER, Richard; SUNSTEIN, Cass. **NUDGE: improving decisions about health, wealth and happiness**. London: Penguin Books, 2009, p. 35.

⁶⁵⁷ THALER, Richard; SUNSTEIN, Cass. **NUDGE: improving decisions about health, wealth and happiness**. London: Penguin Books, 2009, p. 35.

⁶⁵⁸ BORTOLI, Cassiana. **A sofisticação financeira dos CEO'S e sua relação com os vieses cognitivos excesso de confiança e otimismo: um estudo realizado em companhias abertas brasileiras**. Dissertação. Universidade Federal do Paraná. Programa de Pós-Graduação em Contabilidade do Setor de Ciências Sociais Aplicadas. Curitiba, 2017.

⁶⁵⁹ BORTOLI, Cassiana. **A sofisticação financeira dos CEO'S e sua relação com os vieses cognitivos excesso de confiança e otimismo: um estudo realizado em companhias abertas brasileiras**. Dissertação. Universidade Federal do Paraná. Programa de Pós-Graduação em Contabilidade do Setor de Ciências Sociais Aplicadas. Curitiba, 2017, p. 33.

executivos acabam adquirindo ações da sociedade acreditando em uma mais valia futura, confiando no resultado de seu trabalho, desconsiderando fatores objetivos que influenciam na decisão racional de aquisição de participação acionária⁶⁶⁰. Trata-se do viés do excessivo otimismo.

O quarto e último viés abordado no trabalho foi o do *status quo*. É aquele que representa a tendência dos agentes em permanecer no mesmo estado em que atualmente se encontram⁶⁶¹.

A respeito da influência do viés do *status quo* nas preferências expressas em contratos, Korobkin afirma que as opções dos agentes econômicos na celebração de instrumentos contratuais dependem de como os tomadores de decisões identificam os direitos relativamente ao que entendem ser o atual estado de alocação dos direitos de cada um⁶⁶².

O referido autor explica que a parte tende a valorizar mais determinado item contratual que diga respeito a algo que ela considere a manutenção da posição em que se encontra do que uma que represente uma mudança no *status quo*⁶⁶³. Assim, haveria uma maior disponibilidade para alterar ou ceder em determinadas cláusulas (que não representem mudança no atual estado) em comparação a outras estipulações contratuais.

Todas as conclusões de Korobkin foram pautadas em experimentos que envolviam negociações reais entre as partes⁶⁶⁴. Dentre os resultados apresentados, destaca-se, também, o apontamento de que há uma diferença expressiva quando uma parte faz a primeira minuta do instrumento contratual, representando que alterar o que foi

⁶⁶⁰ BORTOLI, Cassiana. **A sofisticação financeira dos CEO'S e sua relação com os vieses cognitivos excesso de confiança e otimismo: um estudo realizado em companhias abertas brasileiras**. Dissertação. Universidade Federal do Paraná. Programa de Pós-Graduação em Contabilidade do Setor de Ciências Sociais Aplicadas. Curitiba, 2017, p. 46-85

⁶⁶¹ Explicado no item 1.2.

⁶⁶² KOROBKIN, Russel. Behavioral Economics, Contract Formation, and Contract Law. In: SUNSTEIN, Cass R. (org.) **Behavioral Law & Economics**. New York: Cambridge Press, 2007, p. 119.

⁶⁶³ KOROBKIN, Russel. Behavioral Economics, Contract Formation, and Contract Law. SUNSTEIN, Cass R. (org.) **Behavioral Law & Economics**. New York: Cambridge Press, 2007, p. 120.

⁶⁶⁴ KOROBKIN, Russel. Behavioral Economics, Contract Formation, and Contract Law. SUNSTEIN, Cass R. (org.). **Behavioral Law & Economics**. New York: Cambridge Press, 2007, p. 116-143.

previamente estabelecido na minuta é muito mais custoso, tendendo o instrumento a ser mais benéfico àquele que elaborou a primeira versão, em razão do viés do *status quo*⁶⁶⁵.

Outro reflexo do referido viés no que se refere às operações de compra e venda de empresas é que uma decisão pode ser motivada pelo medo de administradores de ambas as firmas perderem os seus postos⁶⁶⁶ em razão da reorganização. Veja-se que a partir desta constatação, seria possível o incremento da teoria da agência, analisando-se não somente o conflito de interesses, como também a tendência de os administradores desejarem permanecer em seus postos de trabalho, mesmo que isso represente a perda de uma oportunidade para as empresas envolvidas no negócio.

Finalmente, a terceira ferramenta comportamental estudada⁶⁶⁷ foi a noção de *nudge*, a qual representa os diferentes estímulos que podem ser dados para incentivar que determinadas condutas sejam adotadas ao invés de outras⁶⁶⁸. Trata-se, portanto, de mecanismos indutores ou inibidores de comportamentos⁶⁶⁹. A percepção dos atalhos de pensamentos e dos erros sistematicamente cometidos na atividade empresarial podem auxiliar a criar *nudges* no sentido de incentivar comportamentos cooperativos entre as partes, por exemplo.

No âmbito do mercado de valores mobiliários, Cai explica que duas são as formas mais utilizadas de *nudges*⁶⁷⁰: (i) meio como as opções de investimento são apresentadas aos interessados e; (ii) fornecimento de informações ao público de maneira específica. Ambos os *nudges* se revelam como maneiras de estimular ou desestimular que determinadas alternativas sejam ou deixem de ser escolhidas, intervindo no processo racional de julgamento que o agente econômico adotará.

⁶⁶⁵ KOROBKIN, Russel. Behavioral Economics, Contract Formation, and Contract Law. In: SUNSTEIN, Cass R. (org.). **Behavioral Law & Economics**. New York: Cambridge Press, 2007, p. 124.

⁶⁶⁶ FANTO, James A. Quasi-Rationality in Action: A Study of Psychological Factors in Merger Decision-Making. **Ohio State Law Journal**, 62, 1336 (2001). Também neste sentido CARVALHOSA, Modesto; KUYVEN, Fernando. Sociedades Anônimas. In: CARVALHOSA, Modesto (coord.). **Tratado de Direito Empresarial**. 2ª ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2018, p. 663.

⁶⁶⁷ Vide item 1.2 da tese.

⁶⁶⁸ ZAMIR, Eyal; TEICHMAN, Doron. **Behavioral Law and Economics**. Oxford: Oxford University Press, 2018, p. 178-179.

⁶⁶⁹ ZAMIR, Eyal; TEICHMAN, Doron. **Behavioral Law and Economics**. Oxford: Oxford University Press, 2018, p. 178-179.

⁶⁷⁰ CAI, Cynthia Weiyi. Nudging the financial market? A review of the nudge theory. **Accounting & Finance**, 2019, v.1, pp. 1-25, p. 18.

Compreendidos os atalhos de pensamento (heurísticas), os erros sistematicamente cometidos (vieses) e os *nudges* sob a perspectiva da atividade empresarial, torna-se viável a investigação prática de casos levados ao Poder Judiciário nos quais os instrumentos contratuais de compra e venda de empresas foram questionados.

Como será visto, múltiplas são as constatações de heurística e vieses em determinadas transações, por mais racionais que os agentes econômicos busquem ser em suas decisões. A verificação dos atalhos de pensamento e dos erros em tais operações ressaltam a importância do emprego de estímulos para que certos comportamentos sejam ou deixem de ser adotados, o que será evidenciado no derradeiro tópico deste capítulo.

No subcapítulo a seguir, far-se-á a utilização de tais ferramentas para a análise dos comportamentos dos agentes refletidos nos instrumentos contratuais vinculados à compra e venda de empresas. Veja-se que muitas das heurísticas, dos vieses e dos *nudges* poderiam ser utilizados para compreender a própria análise dos magistrados ao proferir as decisões, mas, como o foco da tese é sobre aqueles que atuam na atividade empresarial, será respeitada a delimitação.

3.2. HEURÍSTICAS E VIESES NOS CONTRATOS DE COMPRA E VENDA DE EMPRESAS DISCUTIDOS NO PODER JUDICIÁRIO

Inicialmente, relembra-se os fundamentos estabelecidos no item 1.3. para viabilizar a análise de casos a partir das ferramentas da economia comportamental: (i) nos casos analisados, buscar-se-á compreender com profundidade as opções feitas pelos agentes econômicos. Para isso, foram escolhidos casos em que o autor da tese atuou na condição de advogado, reconhecendo que, por outro lado, há parcialidade na análise; (ii) a constatação de que os agentes econômicos se valeram de heurísticas e incorrerem em vieses nas decisões ligadas às operações de compra e venda de

empresas não significa que as escolhas tenham sido irracionais e; (iii) o reconhecimento de que as decisões são organizacionais não afasta o fato de que foram tomadas por pessoas (sócios e administradores, por exemplo), sendo, portanto, suscetíveis a heurísticas e vieses.

O primeiro caso analisado diz respeito à interpretação de instrumentos contratuais que apresentavam como objeto a compra e venda de instituição educacional, a qual oferecia ensinamentos básico, fundamental, médio e superior — bem como a locação do imóvel destinado ao exercício das atividades correspondentes, no interior do Estado do Paraná.

O caso se mostra relevante para análise por representar a complexidade característica de uma operação de compra e venda de empresa. Além dos problemas na interpretação das cláusulas do instrumento principal em si, a operação não ficou restrita à disciplina da transferência das participações societárias, havendo desconformidades também quanto à hermenêutica do pacto acessório celebrado entre as partes.

Um dos polos da relação era composto por uma *holding* que estava em vias de realizar sua primeira aquisição de empresa. O objetivo era de expandir as atividades do grupo, antes concentradas unicamente na capital do estado. Almejava-se o crescimento imediato no número de educandos e a expansão da marca em região antes inexplorada.

O outro polo contratual era composto por duas empresárias (pessoas físicas) que eram as titulares da totalidade das quotas da instituição de ensino objeto da transação — estruturada na modalidade de sociedade limitada — e também proprietárias do imóvel em que a escola e a faculdade estavam situadas e que permaneceriam em funcionamento.

A operação, portanto, consistia na transferência da totalidade das quotas da sociedade limitada para a *holding* por determinado valor, cumulada com a locação, por cinco anos, do imóvel em que as atividades educacionais já eram exercidas.

No que diz respeito ao aspecto financeiro, as alienantes das quotas receberiam um montante pela cessão onerosa de suas respectivas participações societárias e, adicionalmente, a cada mês, valores referentes à locação da propriedade imobiliária. Sob o enfoque da outra contratante, a *holding* se tornaria a titular exclusiva das quotas da

instituição de ensino e poderia exercer os direitos inerentes à condição de locatária do imóvel, com o objetivo de explorar a atividade educacional.

Para que se compreenda adequadamente o litígio é importante ressaltar que o edifício em que a escola desenvolvia suas atividades era essencial para o negócio, notadamente em razão da escassez de imóveis na cidade que fossem capazes de absorver a grande quantidade de alunos da instituição de ensino, o que foi atestado em juízo pela prova pericial produzida. Consequentemente, necessária se fez para a concretização da compra e venda da empresa, a locação do prédio que, repita-se, continuaria de propriedade das cedentes das quotas sociais.

Dentro desse contexto, dois instrumentos contratuais foram celebrados: um que regulamentava a cessão onerosa das quotas, a transferência do acervo e a cessão do direito de uso de marca da instituição de ensino do interior do Estado do Paraná em favor da *holding* adquirente e; outro para estabelecer os termos da locação do imóvel, havendo referências recíprocas entre os dois instrumentos contratuais em suas respectivas cláusulas⁶⁷¹.

Dois anos após a celebração do negócio, a adquirente das quotas foi notificada pela Prefeitura Municipal de Cascavel e pelo Ministério Público do Estado do Paraná para que, imediatamente, realizasse obras substanciais no edifício, sob pena de configuração de exercício irregular de atividade de ensino e perda da autorização para funcionamento.

A obra mais importante a ser feita consistiria na construção de um elevador no prédio, a fim de que fosse garantida a acessibilidade aos deficientes físicos. Tal obra acarretaria em pesado ônus financeiro para a adquirente, no patamar de 25% (vinte e cinco por cento) sobre o total pago para a aquisição das quotas, em virtude das características do imóvel em questão, o qual precisaria passar por amplo processo de adaptação estrutural.

⁶⁷¹ Sobre as referências recíprocas havidas entre os instrumentos, colhe-se de exemplo no “Contrato de Compra e Venda de Acervo de Empresa e Compra e Venda de Cotas, do Direito de Exploração de Atividades Educacionais de Permissão de Uso de Marca e Assessoria e Outras Avenças”: Cláusula 3.1., parágrafo único: “O contrato de locação referido no *caput* desta cláusula será firmado concomitantemente com o presente instrumento”.

O contrato de locação firmado entre as partes previa, genericamente, que a locatária renunciava a toda e qualquer benfeitoria realizada no imóvel⁶⁷². Por outro lado, estipulava que o imóvel seria disponibilizado pelas locadoras em condições para a continuidade da atividade educacional que lá havia⁶⁷³, disciplinando, outrossim, que o imóvel não poderia ser destinado a outra finalidade que não ao exercício de referido ramo⁶⁷⁴.

O contrato de cessão onerosa de quotas era omissivo a respeito de eventuais necessidades de investimento futuro, não prevendo qualquer tipo de contingência, escalonamento de pagamentos por eventuais passivos ou qualquer mecanismo que possibilitasse ajustes na contrapartida financeira a ser cumprida pela adquirente.

De acordo com a narrativa da locatária, após uma primeira sinalização verbal positiva por parte das cedentes das quotas no sentido de que arcaariam com os custos das obras para adequação do imóvel — por entender que as obras trariam benefícios permanentes ao edifício — as locadoras, nas vésperas da data aprazada para a realização da reforma, teriam mudado de posicionamento e afirmado que seria responsabilidade exclusiva da locatária o custo das obras, não havendo que se falar em responsabilidade das cedentes das quotas ou de direito a ressarcimento que favorecesse a adquirente.

Não havendo opção que não o atendimento das exigências do Poder Público para que pudesse continuar exercendo a atividade econômica no imóvel, a locatária efetuou o substancial dispêndio, notificando, logo em seguida, as cedentes das quotas para que fizessem a restituição do montante pago.

⁶⁷² Cláusula Quarta, Parágrafo Terceiro, do Contrato de Locação: "(...) As benfeitorias, consertos ou reparos farão parte integrante do imóvel, não assistindo a LOCATÁRIA o direito de retenção ou indenização sobre a mesma".

⁶⁷³ Cláusula Primeira do Contrato de Locação: "O presente tem como objeto, o EDIFÍCIO COMERCIAL de propriedade das LOCADORAS, compreendendo todo o complexo de salas, auditório, quadras esportivas, pátios e demais dependências, para a continuidade da exploração da atividade de prestação de serviços na área educacional (...)".

⁶⁷⁴ Cláusula Quarta do Contrato de Locação: "A presente LOCAÇÃO destina-se exclusivamente ao uso do imóvel para fins comerciais na exploração de atividade de prestação de serviços educacionais, restando proibido à LOCATÁRIA, sublocá-lo ou usá-lo de forma diferente do previsto, sob pena de rescisão contratual".

Diante da recusa das locadoras, a locatária ajuizou ação de ressarcimento, pleiteando a devolução dos valores gastos, sob o fundamentando de que seria, contratualmente, dever das proprietárias do imóvel tê-lo deixado em plenas condições para a exploração comercial⁶⁷⁵.

Afirmou que se o imóvel não estivesse em condições de total e imediata utilização, não teria celebrado o contrato de aquisição das quotas (compra e venda de empresa) e, muito menos, o instrumento de locação do imóvel, o que demonstraria de maneira inequívoca a necessidade de interpretação conjunta dos dois instrumentos firmados entre as partes e a obrigação das cedentes arcarem com os custos de adequação do edifício.

Em suas contestações, as locadoras argumentaram que havia cláusula expressa no instrumento de locação em que a locatária abria mão de ser indenizada por qualquer benfeitoria no imóvel⁶⁷⁶, o que tornaria impossível o atendimento da pretensão autoral, já que livremente teriam estipulado a referida cláusula. Refutaram, também, a alegação de que os instrumentos deveriam ser interpretados de maneira conjunta.

Agravando ainda mais o conflito, pouco tempo depois do oferecimento das respostas, as cedentes/locadoras propuseram ação revisional do contrato de locação, sustentando que desde a celebração do instrumento contratual locatício houve valorização substancial do imóvel e que, em razão disso, o valor pago a título de aluguel deveria ser revisto com expressiva majoração.

Em contestação, a locatária (adquirente das quotas) afirmou que não haveria que se falar em revisão do contrato de locação, já que além do reajuste dos alugueres ter sido estipulado no instrumento contratual, teria sido considerado, na origem da negociação, o fato de também ser objeto de contratação a cessão onerosa das quotas da instituição de ensino.

Segundo o raciocínio, a fixação dos valores para a transferência das quotas e para a locação do imóvel foi um ato conjunto, de modo que se chegou nos montantes de

⁶⁷⁵ Vide Cláusula Quarta do Contrato de Locação, reproduzida acima em nota de rodapé.

⁶⁷⁶ Vide Cláusula Quarta, Parágrafo Terceiro do Contrato de Locação, reproduzida anteriormente em nota de rodapé.

cada um apenas em razão de se tratar de uma operação unificada. Argumentou-se que caso os valores dos alugueres fossem alterados, haveria que se modificar o montante a ser pago pela aquisição das quotas da sociedade limitada, o que resultaria em necessária modificação das cláusulas do instrumento principal celebrado entre as partes.

Em conclusão, de acordo com a locatária, a coligação contratual⁶⁷⁷ deveria ser reconhecida, de modo que não se poderia alterar unicamente o valor de locação, sob pena de desrespeitar o conjunto de estipulações previsto nos dois instrumentos celebrados, cujo objeto central foi a compra e venda da empresa educacional.

Já em estado debilitado de relacionamento entre as contratantes, no quarto ano de vigência do contrato, a instituição de ensino ingressou com ação renovatória buscando a ampliação compulsória do vínculo, para que pudesse permanecer por mais um quinquênio no imóvel.

A adquirente das quotas/locatária fundamentou seu pedido na impossibilidade de obtenção do retorno econômico esperado no período originariamente pactuado, em razão do contexto econômico brasileiro ter sido desfavorável. Também argumentou que faria jus à renovação do vínculo locatício por preencher os requisitos do art. 51 da Lei de Locações⁶⁷⁸ e por haver previsão de renovação automática estipulada no contrato de

⁶⁷⁷ A respeito dos contratos coligados ver: LEONARDO, Rodrigo Xavier. Os contratos coligados, os contratos conexos e as redes contratuais. In CARVALHOSA, Modesto (coord.). Tratado de Direito Empresarial, IV: Contratos mercantis. São Paulo: Revista dos Tribunais, São Paulo, 2016, p. 463. Também do referido autor: LEONARDO, Rodrigo Xavier. **Os contratos coligados**. In: BRANDELLI, Leonardo (coord). Estudos em Homenagem à Professora Véra Maria Jacob Fradera. Porto Alegre: Lejus, 2013.

⁶⁷⁸ “Art. 51. Nas locações de imóveis destinados ao comércio, o locatário terá direito a renovação do contrato, por igual prazo, desde que, cumulativamente:

I - o contrato a renovar tenha sido celebrado por escrito e com prazo determinado;

II - o prazo mínimo do contrato a renovar ou a soma dos prazos ininterruptos dos contratos escritos seja de cinco anos;

III - o locatário esteja explorando seu comércio, no mesmo ramo, pelo prazo mínimo e ininterrupto de três anos.

§ 1º O direito assegurado neste artigo poderá ser exercido pelos cessionários ou sucessores da locação; no caso de sublocação total do imóvel, o direito a renovação somente poderá ser exercido pelo sublocatário.

§ 2º Quando o contrato autorizar que o locatário utilize o imóvel para as atividades de sociedade de que faça parte e que a esta passe a pertencer o fundo de comércio, o direito a renovação poderá ser exercido pelo locatário ou pela sociedade.

§ 3º Dissolvida a sociedade comercial por morte de um dos sócios, o sócio sobrevivente fica sub - rogado no direito a renovação, desde que continue no mesmo ramo.

locação, de modo que seria desnecessário o consentimento da locadora para que houvesse a ampliação do prazo de locação⁶⁷⁹.

Em contestação, as proprietárias do imóvel arguíram descumprimento contratual por parte da locatária (o que fulminaria o direito de renovação) e que a cláusula invocada pelas adquirentes das quotas não asseguraria renovação automática do vínculo locatício. Afirmaram que não haveria que se falar em coligação contratual, já que se tratavam de instrumentos autônomos.

As múltiplas ações judiciais acarretaram em anos de discussões envolvendo a compra e venda da empresa e a locação do imóvel, com decisões em primeiro grau de jurisdição que determinaram o despejo da adquirente das quotas/locatária, a declaração de inexistência de direito ao prolongamento automático do vínculo e a majoração substancial do valor locatício.

Em segunda instância, as decisões referentes ao despejo e à revisão dos alugueres foram, primeiramente, suspensas e, depois, anuladas, inclusive com o reconhecimento da coligação contratual e da conseqüente impossibilidade de se alterar apenas o contrato de locação, sendo aceito o fundamento de que o valor locatício era vinculado ao previsto para a aquisição das quotas sociais.

Quanto à indenização referente ao valor gasto para implementação do elevador no edifício, tanto em primeira quanto em segunda instância, reconheceu-se que era dever da locadora do imóvel fazer a restituição dos valores despendidos pela locatária, mesmo com a cláusula de renúncia expressa à indenização por benfeitorias, entendendo-se que caberia às cedentes das quotas ter deixado o imóvel em plenas condições de funcionamento.

§ 4º O direito a renovação do contrato estende - se às locações celebradas por indústrias e sociedades civis com fim lucrativo, regularmente constituídas, desde que ocorrentes os pressupostos previstos neste artigo.

§ 5º Do direito a renovação decai aquele que não propuser a ação no interregno de um ano, no máximo, até seis meses, no mínimo, anteriores à data da finalização do prazo do contrato em vigor”.

⁶⁷⁹ “Cláusula Segunda, Parágrafo Primeiro, do Contrato de Locação: Caso a LOCATÁRIA tenha interesse em renovar o presente Contrato, deverá notificar por escrito as LOCADORAS, no mínimo 60 (sessenta) dias antes do término do prazo contratual, manifestando expressamente sua intenção de renovar a locação”.

Após oito anos de litígios, as partes firmaram acordo englobando todas as demandas⁶⁸⁰, em que, dentre outras estipulações, pactuaram a ampliação do tempo de locação.

Analisando as diferentes lides que envolveram as partes, pode-se sistematizar os principais pontos de divergência que resultaram nas ações judiciais e que são relevantes para a tese em:

- (i) existência ou não de coligação contratual (consistente nos contratos de transferência das quotas — compra e venda de empresa — e de locação do imóvel);
- (ii) ter sido considerado ou não no valor da locação, o montante que havia sido pago pela aquisição das quotas da instituição de ensino (e o inverso);
- (iii) definição de a quem compete a obrigação pelo ressarcimento dos valores necessários para a adequação do imóvel que possibilitasse a continuidade das atividades educacionais no edifício;
- (iv) possibilidade ou não de prorrogação do prazo de locação para exploração da empresa pela adquirente das quotas.

Todos os pontos de controvérsia foram consequências, direta ou indiretamente, de falhas nos instrumentos contratuais originariamente celebrados, vez que as lacunas e contradições existentes contribuíram para a inexistência de estabilização após a realização dos negócios (compra e venda da empresa e locação do imóvel). Tais equívocos são frutos de comportamentos humanos adotados à época da celebração do

⁶⁸⁰ O acordo significou a permanência da adquirente das quotas no imóvel, com uma pequena majoração do valor dos alugueres a partir da data da composição, tendo havido a renúncia pelas locadoras/cedentes das quotas quanto aos alugueres vencidos no período anterior e a renúncia pelas locatárias/adquirentes do direito de restituição dos valores pagos pelo elevador.

negócio, os quais podem ser analisados com auxílio das ferramentas trabalhadas anteriormente.

Pela análise dos pontos acima sistematizados — e aqui assumindo o risco de a tese incorrer no viés da retrospectiva — verifica-se que as divergências interpretativas sobre os contratos poderiam ter sido resolvidas mediante disposições contratuais simples, seja na forma de preliminares (tradicionalmente chamadas de considerandos), seja em cláusulas que disciplinassem o conteúdo de maneira detalhada.

Bastariam poucas linhas para deixar claro se os valores fixados para aquisição das quotas e para a locação do imóvel guardavam ou não relação entre eles. Já no que se refere à necessidade de adequação estrutural do imóvel e ao prazo de duração do vínculo contratual locatício, os problemas interpretativos foram decorrentes de contradições havidas nos instrumentos, o que poderia ter sido evitado mediante leitura técnica jurídica preventiva.

A respeito do tema, impressiona a constatação de que mesmo sendo uma operação de relevante porte no plano econômico, especialmente para as partes envolvidas, os instrumentos contratuais foram formulados diretamente pelos contratantes, com pontuais auxílios de profissionais da contabilidade no que se refere aos aspectos tributários, não contando com a assistência de advogados, o que foi referido pelos dois polos em audiência de instrução.

A observação do comportamento dos agentes à época da celebração dos instrumentos contratuais demonstra ter havido precipitação na conclusão das operações, o que se deduz a partir da constatação da grande quantidade de cláusulas genéricas e da omissão na abrangência de temas que se fazem fundamentais em qualquer operação de compra e venda de empresa. Foram reduzidas, indevidamente, as cautelas necessárias para o fechamento do negócio, principalmente no que se refere aos termos dos instrumentos contratuais celebrados.

Com efeito, a negociação entre as partes ocorreu no final de 2007, ano em que se iniciou expressivo aumento das transferências de instituições de ensino e que culminou nas 53 (cinquenta e três) compras e vendas de grupos educacionais havidas no ano de 2008, tendo sido, inclusive, o terceiro setor econômico com maior quantidade

de operações de transferências de empresas no Brasil⁶⁸¹. Estava-se, portanto, em período de elevado número de transações na área educacional.

A partir das ferramentas já apresentadas da obra de Kahneman e Tversky, argumenta-se que a lembrança das múltiplas notícias de negócios exitosos de compra e venda de escolas e faculdades (heurísticas da disponibilidade e da representatividade) pode ter contribuído para um ambiente de excessivo otimismo (viés), o que pode ajudar na compreensão das razões (ou falta delas) para as opções tomadas pelos agentes.

A heurística da disponibilidade pode ter contribuído negativamente, já que todos os envolvidos na área educacional à época tinham conhecimento dos múltiplos exemplos, até então recentes, de aquisições de empresas no setor educacional. Vivia-se o auge do setor.

Na mesma esteira, não é improvável que os dois polos tenham imaginado cenários positivos a partir dos elementos que se apresentavam, optando, assim, de maneira inconsciente, pela heurística da representatividade, já que não hesitaram em fechar rapidamente a negociação, sem o auxílio de profissional do direito.

O grave problema é que tais atalhos de pensamento levam a um trato menos cuidadoso do que aquele que deve ser tomado em uma operação deste tipo, expressos, no caso em análise, na pouco recomendável falta de assistência especializada, bem como nas múltiplas lacunas e contradições havidas nos instrumentos celebrados. Deixou-se de fazer uma avaliação mais cuidadosa dos riscos envolvidos e dos termos estabelecidos, o que, não por acaso, levou a sérios problemas interpretativos quando a relação entre as partes começou a deteriorar.

Esse é o grande perigo dos atalhos de pensamento: ao reduzir a complexidade para facilitar a escolha a ser feita, aumenta-se, reflexamente, a chance de não serem tomadas as cautelas necessárias para a celebração do negócio, majorando a possibilidade de futuros conflitos ou dificultando a resolução quando já instalados por falta de critérios objetivos previstos em contrato.

⁶⁸¹ CARVALHO, Cristina Helena Almeida de. A mercantilização da educação superior brasileira e as estratégias de mercado das instituições lucrativas. **Revista Brasileira de Educação**, v. 18, n. 54, jul/set. de 2013, p. 761-801, p. 769.

Neste primeiro exemplo relatado, a consequência de não terem sido tomados maiores cuidados por parte dos contratantes (alienantes das quotas/locadoras e adquirente das quotas/locatária) foi o posterior ajuizamento de grande número de ações judiciais discutindo os negócios firmados, o que resultou em elevado custo aos litigantes e em anos de conflitos.

O viés do excessivo otimismo, incidente de maneira frequente nas opções dos empresários⁶⁸², é bem representado e expresso no exemplo e aparece refletido na redução indevida das cautelas para o fechamento do negócio analisado. As partes tendem a não acreditar que com elas próprias ocorrerão problemas que se passaram com outras pessoas, o que contribui para a redução dos cuidados para se fechar um negócio.

O segundo caso envolvendo discussão judicial sobre contrato de compra e venda de empresa será analisada sob o enfoque da incidência da heurística da ancoragem, constituindo-se, portanto, em litígio que envolve a vinculação do raciocínio do contratante sobre suas condutas a partir da fixação de um certo valor de referência. De maneira similar ao que ocorreu com as heurísticas da representatividade e da disponibilidade acima referidas, a heurística da ancoragem contribuiu para que determinados comportamentos fossem adotados, acarretando, mais tarde, em litígios entre os contratantes. O caso se mostra pertinente para a tese, por representar uma outra forma de operação de compra e venda de empresa, consubstanciada na transferência da atividade em si e não na transmissão das quotas ou ações.

Dois agentes econômicos celebraram, em abril de 2016, cinco contratos de franquia. A franqueada narra que apenas quatro meses após a celebração dos instrumentos, a franqueadora iniciou uma forte pressão para que a franqueada desistisse das unidades, especialmente por meio de exigências para reformas nas lojas (o que exigiria grandes investimentos, à época não previstos pela franqueada), não tolerância com os resultados até então atingidos e mudança nas modalidades de oferta dos

⁶⁸² KAHNEMAN, Daniel. **Rápido e Devagar**: duas formas de pensar. Rio de Janeiro: Objetiva, 2012, p. 320.

produtos por alteração da política de vendas da franqueadora, o que esvaziaria o potencial das lojas físicas.

De acordo com a franqueada, após as pressões (que incluíam a ameaça de extinção imediata dos contratos de franquia, já que os contratos eram de prazo indeterminado e não estipulavam qualquer tipo de indenização pela rescisão antecipada) a própria franqueadora apresentou uma interessada em adquirir as franquias, sugerindo que a venda das unidades fosse procedida, evitando, com isso, um prejuízo maior para a franqueada.

A pessoa jurídica interessada na aquisição entrou em contato com a franqueada e, após rodadas de negociações, celebraram um Memorando de Entendimentos (M.O.U.), indicando que o valor previsto para a compra das operações desenvolvidas seria de R\$ 4.200.000,00 (quatro milhões e duzentos mil reais).

Tal instrumento foi celebrado com cláusula de não arrependimento e com estipulação de R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais) a título de pagamento logo na assinatura do M.O.U — o que foi concretizado — antes, portanto, da assinatura do instrumento definitivo de transferência da empresa.

Previu-se que seria iniciada *due diligence* para averiguação detalhada das atividades da promitente vendedora e que caso fossem identificados passivos relevantes que pudessem atingir a promitente adquirente, as partes readequariam o valor para a compra, abatendo do montante base fixado.

De acordo com a narrativa da franqueada, após a celebração do Memorando de Entendimentos, mais do que a simples realização da *due diligence*, a promitente adquirente assumiu a administração propriamente dita das franqueadas, inclusive fazendo os pagamentos que considerava pertinentes e deixando de fazer os que não considerava prioritários. Também passou a se relacionar diretamente com os empregados e terceiros que tinham vínculo com a franqueada, já anunciando e se portando como nova proprietária do negócio.

Quatro meses após a celebração do Memorando de Entendimentos, foi celebrado aditivo tendo como objeto a retirada da cláusula de não arrependimento sobre a operação. Reformou-se a cláusula por meio de acréscimo na redação no sentido de

que não valeria caso fossem encontrados passivos que pudessem atingir a adquirente⁶⁸³, ou seja, passou a estipular hipótese de arrependimento da operação de compra e venda de empresa.

De acordo com a promitente vendedora, esta não teve condições de negociar e foi compelida a aceitar os novos termos, sob ameaça de paralização total das atividades na condição de franqueada e de obstar completamente a própria transferência pretendida, pressão que era exercida tanto pela franqueadora quanto pela promitente adquirente.

Descreve a franqueada que dentre os pagamentos que foram realizados pela promitente compradora em sua gestão — a partir do início da *due diligence* — estavam todos aqueles em que a franqueadora figurava como avalista dos contratos. Por outro lado, deixou-se de adimplir, por opção da promitente adquirente, o contrato de locação de *shopping center* em que uma das lojas da promitente vendedora funcionava, o que acarretou no despejo desta loja e na conseqüente impossibilidade de continuar a operar uma das franquias que estava contemplada no Memorando de Entendimentos como objeto de transferência.

Poucos dias após o despejo, não somente a promitente compradora comunicou que não tinha interesse em prosseguir com a aquisição das franqueadas (valendo-se para isso do aditivo ao Memorando de Entendimentos), como também a franqueadora comunicou a rescisão do contrato de franquia. A promitente compradora alegou que o passivo era maior do que o esperado e de que haveria risco de atingir a promitente adquirente, o que justificaria o arrependimento na contratação. Já a franqueadora afirmou que houve o inescusável despejo de uma das lojas da franqueada, o que comprometeria a possibilidade de continuação do contrato, por prejuízo à imagem da franqueadora e descumprimento de dever essencial da franqueada.

⁶⁸³ A nova redação ficou a seguinte: “Ao assinar o presente compromisso de repasse, as partes declaram ter tomado pleno conhecimento de todas as informações para concretização do negócio, não sendo admitido o arrependimento, a qualquer tempo do presente compromisso, salvo na hipótese [do alienante] não conseguir equalizar o passivo e contingência da operação. Nesta hipótese acordam desde já, que será facultado à [adquirente] a continuidade ou não da negociação e formalização do instrumento definitivo”.

Como resultado, a promitente vendedora perdeu seus direitos sobre as unidades franqueadas e a possibilidade de venda do negócio. Infrutíferas as tentativas de acordo, ingressou com ação indenizatória em face da franqueadora e da promitente adquirente, fundamentando que foi vítima de má-fé tanto por parte da promitente compradora quanto da franqueadora, requerendo, a título de indenização, o valor pelo qual seria feita a transação, acrescido de multa e demais cominações legais⁶⁸⁴. A Franqueadora, por outro lado, ingressou com demanda para que fosse declarada a legalidade da rescisão do contrato de franquia.

A partir da compreensão da heurística da ancoragem, observa-se que ao pré-fixar o valor de R\$ 4.200.000,00 (quatro milhões e duzentos mil reais) pela transferência das operações das franquias, tanto a promitente compradora quanto a promitente vendedora estabeleceram uma âncora que, ao menos sob a ótica de um observador, influenciou as atitudes de cada agente.

De um lado, a promitente vendedora se sentiu atraída pela oportunidade de ter um retorno econômico favorável e de conseguir se desvencilhar daquilo que considerava uma pressão excessiva por parte da franqueadora (exigência de mais investimentos, insatisfação quanto aos resultados das unidades e alteração na modalidade de acesso ao consumidor, mediante canais diretos de venda que afetaram a rentabilidade das lojas físicas).

De outro lado, a adquirente, em razão da forma escolhida para a fixação final de preço, foi estimulada a desvalorizar ao máximo o negócio para que pudesse reduzir o montante a ser pago ao final, já que quanto mais problemas identificasse na *due diligence*, menor seria o valor a ser pago para a aquisição da empresa.

Pode-se argumentar, portanto, que a âncora levou a alguns tipos de comportamentos e equívocos quando da celebração do Memorando de Entendimentos. É certo que se mostra pouco crível que um M.O.U. seja celebrado sem um valor de referência para a operação de compra e venda de empresa. Nada obstante, tal constatação não elide o fato de que o comportamento dos agentes tende a ser

⁶⁸⁴ Além dos fatos que aqui constam, embasou a demanda a constatação de que a promitente compradora, que havia sido indicada pela franqueadora, ser controlada desta última.

influenciado pela heurística da ancoragem, apenas reforça a importância de que seja compreendido.

Analisando a conduta da promitente vendedora, a falta de cuidado em limitar contratualmente a influência da promitente compradora quando do período da *due diligence*, acarretou, de acordo com a própria promitente vendedora, em um excessivo poder gerencial da promitente compradora, o que culminou com o despejo da loja situada em determinado *shopping center* e na rescisão tanto do contrato de franquia quanto do Memorando de Entendimentos para aquisição das operações da franqueada. Não parece forçado afirmar que a heurística da ancoragem gerou demasiado entusiasmo à promitente vendedora, o que diminuiu seu grau de zelo em relação aos termos contratuais.

Pela perspectiva da promitente compradora, pode-se afirmar que a âncora estimulou uma busca pela desvalorização do negócio, a fim de obter o maior ganho possível. Seguindo a lógica da promitente vendedora, a tentativa de desvalorização do negócio chegou ao extremo de forçar (ou ao menos contribuir para) o despejo de uma das franquias, possivelmente como forma de reduzir o poder de barganha da promitente vendedora.

Destarte, se é comum e esperado que os interessados em celebrar uma operação de compra e venda de empresa formem um Memorando de Entendimentos, bem como se mostra frequente e previsível que em tal instrumento conste um valor de referência para a aquisição, as partes tendem a ser influenciadas pela heurística da ancoragem nos comportamentos que tomarão a partir da celebração do M.O.U.

Na situação analisada, além da supracitada heurística, o viés do excessivo otimismo fica caracterizado. O fato de a franqueada ter delegado parte substancial de sua administração à promitente compradora, possibilitando que a adquirente pudesse manejar os recursos e priorizasse de forma livre os pagamentos que considerasse mais importantes, demonstrou uma confiança excessiva no comportamento que a outra parte teria e de que receberia, no mínimo, o montante pré-estipulado no Memorando de Entendimentos.

Pelo lado da adquirente (e, talvez, da franqueadora também), pode-se afirmar que houve uma excessiva confiança de que a franqueada/vendedora fosse aceitar toda e qualquer imposição, sem questionamento, e que aceitaria vender as operações por valor menor do que o previamente estabelecido entre as partes (montante de referência). Tal presunção também não se mostrou verdadeira, já que as contratantes agora enfrentam complexas demandas judiciais, em que, inclusive, já foi deferida tutela de urgência para que a franqueada permanecesse em atividade com as consequentes obrigações atribuíveis à franqueadora, o que posteriormente foi cassado (também em juízo sumário de cognição).

O último caso utilizado para ilustrar, experimentalmente, a incidência das heurísticas e dos vieses nas opções dos agentes econômicos em operações de compra e venda de empresas se refere à cessão onerosa de ações de uma sociedade anônima fechada e aos problemas decorrentes de opções precipitadas quando da celebração do negócio.

Trata-se de litígio relevante para a análise da tese por representar uma terceira forma de compra e venda de empresa (envolvendo transferência de ações) e por nele constar outro problema comum nestas transações: a sucessão em obrigações da adquirida.

Uma sociedade de tecnologia da informação de Curitiba era apontada como uma das principais parceiras brasileiras de uma das maiores empresas do mundo no ano de 2012⁶⁸⁵. Esta sociedade se interessou pela aquisição de uma concorrente de maior porte, estruturada como sociedade anônima de capital fechado, sediada no Estado de São Paulo e que era controlada por uma companhia aberta.

Para que fosse possível fazer a aquisição acima, foi exigido pela controladora da companhia pretendida que a sociedade paranaense apresentasse lastro patrimonial suficientemente grande para a operação, especialmente para garantir o adimplemento das parcelas pactuadas para a cessão onerosa das ações.

⁶⁸⁵ FREITAS, Firas. Ideiasnet vende Softcorp por R\$ 15 milhões. **Revista Exame**. Disponível em: <https://exame.abril.com.br/negocios/ideiasnet-vende-softcorp-por-r-15-milhoes/>, acesso em 20 de junho de 2019.

Diante desta exigência, o sócio majoritário, que também era administrador da interessada em fazer a compra, verificou a oportunidade e a conveniência de comunicar a seus familiares da oportunidade do negócio e a propor que, por meio da *holding* familiar já existente, fossem oferecidos bens em garantia para a aquisição da empresa paulista. Em contrapartida, a *holding* assumiria a condição de sócia da adquirente, inclusive com poderes de administração.

A sociedade operacional interessada em fazer a aquisição da concorrente estava em seu ápice, tendo sido apontada como uma das três pequenas e médias empresas brasileiras que mais cresceram no ano anterior e havia um clima de otimismo com a atividade por ela desenvolvida.

A *holding* armazenava grande parte dos bens da família do sócio majoritário e administrador da sociedade curitibana, sendo, também, administrada pelo pai do mesmo sócio. Após apresentação da oportunidade do negócio, a *holding* entendeu ser interessante a oportunidade de investimento e decidiu por ingressar no quadro societário da adquirente mediante a aquisição de ações.

Com o ingresso da *holding* no quadro societário, a sociedade operacional conseguiu o lastro patrimonial necessário para o fechamento do negócio de aquisição da companhia de capital fechado concorrente, representando, o negócio, um passo a mais na já ascendente história de crescimento da sociedade.

Ocorre que poucos meses após o fechamento do contrato de aquisição das ações, a operação de compra e venda de empresas se mostrou equivocada sob a perspectiva da adquirente. Verificou-se que havia um grande passivo, inclusive trabalhista e tributário, de responsabilidade originária da adquirida, não considerado na *due diligence* efetuada à época da aquisição, e que poderia atingir a adquirente e seus sócios pela via da desconsideração da personalidade jurídica.

Identificou-se, também, que a sociedade adquirida não possuía sequer condições econômicas de se manter por conta do elevado passivo existente, o que frustrava a expectativa havida pela adquirente da empresa quando da celebração da compra e venda.

Como consequência das constatações acima, a adquirente rapidamente passou a enfrentar ações de execução e de cobrança, a ter grande dificuldade para honrar seus compromissos, o que acarretou, inclusive, no despejo de sua sede por falta de pagamento dos alugueres, contaminando toda a operação, mesmo a parte desvinculada à aquisição da concorrente.

Ao verificar a grave situação, o sócio majoritário da adquirente promoveu alteração do contrato social, sem a convocação de deliberação e sem a assinatura dos sócios minoritários (que se manifestaram contrariamente à alteração contratual), tendo como objeto central a aquisição das quotas da *holding* pelo valor nominal e retirá-la imediatamente do quadro societário. Não foi documentada a existência de balanço de determinação ou patrimonial, nem sequer laudo de avaliação para justificar o valor pelo qual a cessão onerosa das quotas foi realizada.

A medida tomada às pressas para retirada da administradora de bens do quadro societário foi identificada por credores da adquirente, inclusive servindo de fundamento para pedidos de desconsideração da personalidade jurídica com a finalidade de responsabilizar a *holding* por dívidas que originariamente eram da adquirente e da adquirida.

Analisando o comportamento dos agentes econômicos na operação de compra e venda de empresa acima descrita, possível é a identificação da incidência de heurísticas e vieses.

A heurística da representatividade, por exemplo, pode ser identificada a partir da constatação de que possivelmente no afã de adquirir uma grande concorrente do setor, a adquirente imaginou que passaria a ter uma posição ainda mais consolidada no mercado, tal qual a verificada em grandes operações em que agentes econômicos antes concorrentes se juntam. A referida heurística pode ter contribuído para a falta de zelo na análise da *due diligence* realizada e também na ausência de salvaguardas contratuais para o caso de identificação de passivos após a consagração da operação, fatores que se mostraram danosos para a adquirente.

Na mesma esteira, o viés do excessivo otimismo logo vem à tona na análise dos comportamentos dos agentes envolvidos, seja pela aquisição não ter sido precedida de

uma análise suficientemente cautelosa acerca dos passivos existentes em nome da adquirida — algo elementar para esse tipo de operação — seja pela confiança no sucesso do empreendimento ter sido tamanha a ponto do sócio majoritário ter incentivado a ingressar como sócia a *holding* que armazenava relevante parte do patrimônio de todos os familiares.

Sob a perspectiva dos sócios da administradora de bens, o viés do excessivo otimismo também se mostra destacado, já que assumiram enorme risco ao aceitarem o ingresso de uma *holding* patrimonial na condição de sócia de uma sociedade operacional, ao passo que outros mecanismos lícitos de aporte de capital e salvaguardas contratuais poderiam ter evitado o atingimento da pessoa jurídica.

Ainda, o viés da aversão ao extremo também se mostra presente, já que a tentativa de retirar a *holding* do quadro societário, desrespeitando as formalidades necessárias para uma alteração contratual e desconsiderando a vontade dos sócios minoritários (que se mostraram contrários à modificação do contrato social), demonstra que tão logo verificada a possibilidade de a administradora de bens sofrer perdas, houve a precipitada tentativa de retirada dela da condição de sócia da adquirente.

Em última análise, caso não tivesse ocorrido a saída da *holding* da condição de sócia, os pedidos de desconsideração da personalidade jurídica não teriam esse importante fundamento e as chances de atingimento do patrimônio da *holding* teriam sido menores (o que reforça a incidência do viés).

Diante dos três exemplos abordados acima, possível é a verificação de situações concretas em que se identifica a presença de heurísticas e vieses nos comportamentos dos agentes econômicos quando da tomada de decisões referentes a operações de compra e venda de empresas. Por mais racionais que busquem ser em suas decisões, os que praticam atos decisórios estão sujeitos a atalhos de pensamento e a incorrer em erros sistematicamente cometidos.

Não seria possível sustentar que as categorias de heurísticas e vieses sejam suficientes para a compreensão total das razões que levam os sujeitos a cometerem equívocos em suas decisões, já que a complexidade do raciocínio humano vai muito além de caracterizações doutrinárias. Nada obstante, a partir da identificação da incidência dos

atalhos de pensamento e dos erros sistematicamente cometidos, possível é a formulação de incentivos e desincentivos para que comportamentos sejam seguidos ou deixem de ser adotados.

3.3 NUDGE, PATERNALISMO LIBERTÁRIO E OS CONTRATOS DE COMPRA E VENDA DE EMPRESAS

Consoante exposto nos tópicos antecedentes, há um conjunto de elementos que impede a formação de contratos perfeitos pelos agentes econômicos, dentre os quais se destacam os custos de transação, a racionalidade limitada do sujeito e a impossibilidade prática de se aquilatar todos os fatores pertinentes ao se tomar as decisões.

Esses elementos são compreendidos de maneira mais profunda a partir da utilização das teorias, ferramentas e experimentos vindos da economia, especialmente nas vertentes comportamentalista e neoinstitucionalista, cujas premissas foram expostas no primeiro capítulo⁶⁸⁶.

No âmbito jurídico, a imperfeição dos contratos empresariais é aferível na constatação de que falhas de previsão e de execução são frequentemente colocadas à apreciação do Poder Judiciário e das câmaras de arbitragem, pleiteando que o terceiro, juiz ou árbitro, imponha determinada interpretação sobre o instrumento celebrado entre as partes. Em um contrato perfeito, não haveria dúvidas sobre sua aplicação e desnecessária seria a intervenção externa para decidir como as cláusulas contratuais devem ser interpretadas.

A imperfeição dos contratos empresariais na área jurídica também é notada pela intervenção do Estado por meio de lei, estipulando limitações e ingerindo nas relações

⁶⁸⁶ Itens 1.1, 1.2 e 1.3.

estabelecidas entre os empresários, mitigando a autonomia privada, como se observa na redação originária do art. 421 do Código Civil brasileiro⁶⁸⁷.

É interessante observar que no ano de 2019 foi editada a Medida Provisória 881 de 30 de abril, cuja pretensão expressa é de reforçar a liberdade econômica de quem exerce a atividade empresarial⁶⁸⁸. Observe-se que por meio de uma atuação direta do ente estatal (medida provisória), cujos requisitos para edição são relevância e urgência⁶⁸⁹, o objetivo seria de garantir maior liberdade na atuação privada e, conseqüentemente, minimizar as hipóteses de intervenção do Estado, seja pela ação do Poder Executivo (como no caso dos alvarás de funcionamento), do Poder Judiciário (quando delimita a interpretação a ser atribuída em termos de simetria informacional nos negócios) e do Poder Legislativo (ao estabelecer parâmetros para a edição de normas que produzam impacto na economia).

Dentre as disposições da MP 881 se encontram parâmetros interpretativos aplicáveis aos contratos empresariais⁶⁹⁰, cujos teores, alegadamente, reforçariam a autonomia privada, mas que podem ser criticados como mais uma tentativa de regular o campo empresarial.

A respeito da interferência de terceiros, inclusive do Estado, nas atividades desenvolvidas por particulares, Thaler e Sunstein criaram o modelo intitulado de

⁶⁸⁷ “Art. 421. A liberdade de contratar será exercida em razão e nos limites da função social do contrato”.

⁶⁸⁸ O art. 1º de referida Medida Provisória possui a seguinte redação: “Fica instituída a Declaração de Direitos de Liberdade Econômica, que estabelece normas de proteção à livre iniciativa e ao livre exercício de atividade econômica e disposições sobre a atuação do Estado como agente normativo e regulador, nos termos do disposto no inciso IV do caput do art. 1º, no parágrafo único do art. 170 e no caput do art. 174 da Constituição”.

⁶⁸⁹ Acerca dos requisitos, RICCI, Paolo; TOMIO, Fabrício. O Poder da Caneta: a Medida Provisória no processo legislativo estadual. **Revista Opinião Pública**, Campinas, vol. 18, novembro de 2012, p. 255-277.

⁶⁹⁰ Observe-se as seguintes alterações do Código Civil promovidas pela Medida Provisória 881: “Art. 421. A liberdade de contratar será exercida em razão e nos limites da função social do contrato, observado o disposto na Declaração de Direitos de Liberdade Econômica”. “Parágrafo único. Nas relações contratuais privadas, prevalecerá o princípio da intervenção mínima do Estado, por qualquer dos seus poderes, e a revisão contratual determinada de forma externa às partes será excepcional.” “Art. 480-A. Nas relações interempresariais, é lícito às partes contratantes estabelecer parâmetros objetivos para a interpretação de requisitos de revisão ou de resolução do pacto contratual.” Art. 480-B. Nas relações interempresariais, deve-se presumir a simetria dos contratantes e observar a alocação de riscos por eles definida.”

paternalismo libertário⁶⁹¹ — vinculado à economia comportamental em suas premissas⁶⁹² — para indicar uma forma de intervenção na liberdade individual que tem por objetivo promover (incentivar) ou evitar (desincentivar) determinados comportamentos dos agentes⁶⁹³.

Esse estímulo (ou desestímulo) não traria consigo ameaça de coação por parte de quem o formulou ou obrigatoriedade de ser seguido por quem o recebeu⁶⁹⁴. A corrente defende a implementação de medidas que induzam os sujeitos, sutil e discretamente⁶⁹⁵, a praticar certos atos em detrimento de outros. Não se trata, portanto, de substituir a vontade do agente econômico pela que o terceiro repute ser a melhor, mas uma via de auxiliar as pessoas a verificar qual é a opção recomendável a ser tomada na situação em análise⁶⁹⁶.

O paternalismo libertário questiona os pressupostos neoclássicos de que as pessoas, invariavelmente, efetuam as escolhas que melhor servem aos seus próprios interesses (maximização) e que sabem escolher para si melhor em comparação a que um terceiro escolheria⁶⁹⁷. Para os paternalistas libertários, múltiplos fatores fazem com que os agentes não consigam aquilatar qual a opção mais adequada, a tal ponto que se

⁶⁹¹ HEUKELOM, Floris. **Behavioral Economics**: a history. Cambridge: Cambridge University Press, 2014, p.184. A mesma referência é feita em BERGERON, Henri; CASTEL, Patrick; QUELLIER, Sophie; LAZARUS, Jeanne; NOUGUEZ, Étienne; PILMIS, Olivier. **Le biais comportementaliste**. Paris: Presses de Sciences Po, 2018, p. 48. A expressão foi popularizada em THALER, Richard; SUNSTEIN, Cass. **NUDGE**: improving decisions about health, wealth and happiness. London: Penguin Books, 2009, p. 5.

⁶⁹² SERRA, Daniel. **Économie Comportementale**. Paris: Economica, 2017, p. 67-86.

⁶⁹³ ROCHA, Bruno Anunciação; GALUPPO, Marcelo Campos. Paternalismo libertário no Estado Democrático de Direito. **Revista de Informação Legislativa**, 53, n. 210, abr./jun. 2016, p. 135-148, p. 136.

⁶⁹⁴ THALER, Richard; SUNSTEIN, Cass. **NUDGE**: improving decisions about health, wealth and happiness. London: Penguin Books, 2009, p. 5.

⁶⁹⁵ BERGERON, Henri; CASTEL, Patrick; QUELLIER, Sophie; LAZARUS, Jeanne; NOUGUEZ, Étienne; PILMIS, Olivier. **Le biais comportementaliste**. Paris: Presses de Sciences Po, 2018, p. 48.

⁶⁹⁶ DHAMI sustenta que o paternalismo libertário pode ser classificado como um paternalismo suave. DHAMI, Sanjit. **The foundations of behavioral economic analysis**. Oxford: Oxford University Press, 2016, p. 1.577.

⁶⁹⁷ DHAMI, Sanjit. **The foundations of behavioral economic analysis**. Oxford: Oxford University Press, 2016, p. 1579. Também se encontra o fundamento em THALER, Richard; SUNSTEIN, Cass. **NUDGE**: improving decisions about health, wealth and happiness. London: Penguin Books, 2009, p. 5-6.

defende que alguém que não a própria parte possa induzi-la a perceber qual é a melhor escolha a ser realizada⁶⁹⁸.

De acordo com essa vertente, as políticas de incentivos e desincentivos (públicas e privadas) devem ser pautadas no comportamento humano real e não naquele do *homo economicus*⁶⁹⁹, reforçando a adesão aos pressupostos da economia comportamental. Essa corrente se pauta, especialmente, na noção de *nudge*⁷⁰⁰, sustentando que são mecanismos eficientes para estimular que determinadas condutas sejam adotadas ao invés de outras.

Thaler e Sunstein afirmam que os termos paternalismo e libertário não são termos contraditórios⁷⁰¹, vez que justamente se pretende reforçar a liberdade do sujeito a partir dos estímulos fornecidos por aquele que arquiteta as opções⁷⁰². Afirmam que a intenção é de ampliar a capacidade de observação do agente, com o pressuposto de que a partir do *nudge* se faria mais evidente a melhor alternativa disponível ao tomador de decisão. A liberdade do indivíduo não chega a ser restringida, ele é quem continuará tomando a decisão⁷⁰³.

Nesta esteira, o paternalismo libertário é defendido como uma terceira via de intervenção sobre a economia e sobre a autonomia privada, situada entre o liberalismo e o paternalismo clássicos⁷⁰⁴.

Dhami explica que o paternalismo é a forma na qual um terceiro impõe determinado comportamento ao agente, o que é realizado por meio de comandos legais que impõem sanções a quem não seguir a opção dirigida (por exemplo: seguro

⁶⁹⁸ RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; DOMINGUES, Victor Hugo. Economia comportamental e direito: a racionalidade em mudança. **Revista Brasileira de Políticas Públicas**, v. 8, n. 2, ago de 2018, pp. 457-471.

⁶⁹⁹ SANTOS, Ana Cordeiro. A arquitetura da escolha: uma análise de economia política. **Revista Jurídica Luso-Brasileira**, ano 3 (2017), n. 6, pp. 253-277, p. 259.

⁷⁰⁰ DHAMI, Sanjit. **The foundations of behavioral economic analysis**. Oxford: Oxford University Press, 2016, p. 1.581.

⁷⁰¹ SUNSTEIN, Cass; THALER, Richard H. Libertarian Paternalism is not an oxymoron. **Olin Law & Economics Working Paper**, n. 185, 2003.

⁷⁰² THALER, Richard; SUNSTEIN, Cass. **NUDGE: improving decisions about health, wealth and happiness**. London: Penguin Books, 2009, p. 6.

⁷⁰³ HEUKELOM, Floris. **Behavioral Economics: a history**. Cambridge: Cambridge University Press, 2014, p.184-185.

⁷⁰⁴ SERRA, Daniel. **Économie Comportementale**. Paris: Economica, 2017, p. 81-82.

obrigatório para veículos e pagamento de tributos)⁷⁰⁵. Em oposição, o paternalismo libertário sustenta que os indivíduos são totalmente livres para decidir, inclusive sem que sejam penalizados caso optem por uma alternativa diferente da que o indutor das condutas gostaria que fosse tomada⁷⁰⁶. Destarte, ao menos em tese, há uma substancial diferença no grau de ingerência sobre a autonomia privada.

A título exemplificativo dos mecanismos do paternalismo libertário, Thaler e Sunstein⁷⁰⁷ explicam que as pessoas possuem dificuldade de se conscientizar acerca da importância de poupar recursos financeiros durante a juventude para terem tranquilidade quando estiverem com idade avançada. Uma espécie de *nudge* seria por intermédio da implementação de desconto automático na folha de pagamento de cada empregado, de modo que o valor descontado seria revertido em favor de uma previdência em favor da própria pessoa, formando-se, assim, a necessária reserva financeira.

Seguindo as ideias de incentivo e não obrigatoriedade, o desconto na folha de pagamento poderia ser retirado a qualquer momento pelo próprio empregado, bastando que preenchesse um formulário. Ocorre que como consequência do viés do *status quo*⁷⁰⁸, a pessoa tende a manter o desconto, o que acaba sendo benéfico para ela própria⁷⁰⁹, já que a inércia, neste caso, levaria à permanência da destinação do recurso para a previdência.

Ao lidar com experimentos práticos, a diferença dos resultados deste método se comparado ao tradicional (quando a pessoa deve aderir ao plano de previdência) mostraram-se grandes, mesmo em contextos de ampla divulgação acerca dos benefícios e da necessidade de se precaver⁷¹⁰. Desta forma, na perspectiva defendida pelos

⁷⁰⁵ DHAMI, Sanjit. **The foundations of behavioral economic analysis**. Oxford: Oxford University Press, 2016, p. 1.585.

⁷⁰⁶ DHAMI, Sanjit. **The foundations of behavioral economic analysis**. Oxford: Oxford University Press, 2016, p. 1.586

⁷⁰⁷ THALER, Richard; SUNSTEIN, Cass. **NUDGE: improving decisions about health, wealth and happiness**. London: Penguin Books, 2009, p. 113. O exemplo também é explicado por Heukelom em HEUKELOM, Floris. **Behavioral Economics: a history**. Cambridge: Cambridge University Press, 2014, p.184.

⁷⁰⁸ Viés trabalhado nos itens 1.2 e 3.1 da tese.

⁷⁰⁹ THALER, Richard H. **Comportamento Inadequado**. Coimbra: Actual, 2015, p. 356.

⁷¹⁰ THALER, Richard; SUNSTEIN, Cass. **NUDGE: improving decisions about health, wealth and happiness**. London: Penguin Books, 2009, p. 118-119.

autores, a intervenção do terceiro (empresa) ajudou a própria pessoa (empregado) a adotar um comportamento melhor do que ela tenderia a escolher caso não tivesse sido estimulada⁷¹¹.

O *nudge* acima foi realizado por intermédio da mudança na disposição das alternativas para estimular certo comportamento. Tal método vem sendo bastante utilizado por empresários, como se percebe dos pacotes experimentais gratuitos disponibilizados por determinado número de dias.

Não por coincidência, o consumidor já insere os dados de seu cartão de crédito (mesmo sendo gratuito o período inicial) e concorda que caso não haja manifestação no sentido de cancelar o pacote, haverá renovação automática e a cobrança no cartão indicado quando do registro para o período gratuito⁷¹². O empresário, conhecendo a tendência de inércia (viés do *status quo*), espera que o consumidor não tome as medidas necessárias para o encerramento do vínculo.

Os paternalistas libertários descrevem inúmeros *nudges* que possibilitariam formas sutis de intervenção nas escolhas individuais dos agentes⁷¹³. Os exemplos envolvem políticas públicas⁷¹⁴, mas não se restringem a tais, havendo múltiplos exemplos de *nudges* em relações privadas, tal como o descrito acima⁷¹⁵. Nesta esteira, a definição acerca de qual a melhor escolha dependerá das convicções e dos objetivos do arquiteto (designador) das alternativas.

Serra expõe que, recentemente, por meio dos fundamentos do paternalismo libertário, tem havido o crescimento de uma corrente de economistas comportamentais que legitima as intervenções públicas sobre a economia para “restaurar a racionalidade

⁷¹¹ SERRA, Daniel. **Économie Comportementale**. Paris: Economica, 2017, p. 81.

⁷¹² O mecanismo do débito automático é um *nudge* a que a pessoa permaneça com a contratação, vez que para retirá-lo precisa se desvincular do viés do *status quo*.

⁷¹³ THALER, Richard; SUNSTEIN, Cass. **NUDGE: improving decisions about health, wealth and happiness**. London: Penguin Books, 2009, p. 227-234. Também se referem aos múltiplos *nudges*: BERGERON, Henri; CASTEL, Patrick; QUELLIER, Sophie; LAZARUS, Jeanne; NOUGUEZ, Étienne; PILMIS, Olivier. **Le biais comportementaliste**. Paris: Presses de Sciences Po, 2018, p. 49.

⁷¹⁴ A respeito: HEUKELOM, Floris. **Behavioral Economics: a history**. Cambridge: Cambridge University Press, 2014, p.184-187.

⁷¹⁵ ; BERGERON, Henri; CASTEL, Patrick; QUELLIER, Sophie; LAZARUS, Jeanne; NOUGUEZ, Étienne; PILMIS, Olivier. **Le biais comportementaliste**. Paris: Presses de Sciences Po, 2018, p. 48-49.

do comportamento dos indivíduos para o seu próprio interesse”⁷¹⁶. É precisamente neste ponto que precisa ser clarificada a relação entre a intervenção pretendida e os contratos empresariais, a fim de se verificar como o paternalismo libertário pode ser útil para o melhoramento das análises ligadas aos contratos de compra e venda de empresas.

Ao se abordar a intervenção pública sobre a atuação privada, não se pode desconsiderar a que é realizada pelo Poder Judiciário nos contratos empresariais em geral e, para os fins a que se destina a presente tese, nos contratos de compra e venda de empresas. Ao se defender a restauração da racionalidade por meio da intervenção de terceiros, logo se questiona a pertinência e a capacidade de alguém alheio ao contrato empresarial indicar e fazer valer aquilo que considera mais racional em tal forma de contratação. É bastante razoável que se compreenda que o julgador tenderá a procurar o fundamento de suas decisões na legislação vigente ou nos precedentes.

Nos contratos de compra e venda de empresas, pode-se identificar duas vias principais que possibilitariam, em tese, a aplicação dos *nudges* e do paternalismo libertário: (i) a intervenção na etapa de formação dos instrumentos contratuais, por meio de estímulos ou desestímulos a que determinadas condutas sejam ou não adotadas pelos envolvidos na negociação e; (ii) a intervenção por meio da função a ser exercida pelo Estado, quando chamado a intervir por meio do Poder Judiciário.

Há claras diferenças entre as duas vias e em seus propósitos⁷¹⁷, o que pode ser aquilatado a partir do enfrentamento das peculiaridades dos contratos empresariais e da interpretação singular que a eles deve ser conferida⁷¹⁸.

Com efeito, não há uma definição doutrinária pacífica acerca do que sejam os contratos empresariais⁷¹⁹, nada obstante, tradicionalmente, é adotada a concepção de

⁷¹⁶ [Tradução livre]. No original: “elles auraient comme finalité de restaurer la rationalité du comportement des individus, dans leur propre intérêt”. (SERRA, Daniel. **Économie Comportementale**. Paris: Economica, 2017, p. 68-69).

⁷¹⁷ Outra possível via seria por meio da lei, o que poderia ser objeto específico de uma tese que remetesse, inclusive, ao debate sobre a intervenção do Estado na economia.

⁷¹⁸ Esse assunto foi tratado de maneira introdutória em ALVES, Giovani Ribeiro Rodrigues. Da Necessária Superação Paradigmática na Interpretação dos Contratos Empresariais e da Importância do Resgate dos Princípios do Direito Empresarial. **Revista do Curso de Direito da UNIFACS**, v. 60, p. 173-212, 2013.

⁷¹⁹ BULGARELLI, Waldirio. *Contratos Mercantis*. 6ª edição. São Paulo: Atlas, 1991, p. 78.

que são aqueles praticados entre empresários, no exercício de sua profissão, movidos pela busca do lucro⁷²⁰.

A despeito da recepção de tal concepção pela doutrina, verifica-se que existem outros contratos que não se enquadram em tal definição e que também devem ser qualificados como empresariais. O contrato de sociedade e o acordo de sócios, por exemplo, não apresentam como requisito que as partes sejam empresárias, o que retiraria um dos requisitos usualmente estabelecidos para a definição desta categoria contratual. Ocorre que pelo conteúdo, relevância e interpretação de tais instrumentos, não há dúvida de que mereçam ser qualificados como contratos empresariais.

Para que não se incorra na exclusão de tais instrumentos do conceito, pode-se parafrasear Rocco⁷²¹, na definição de ato de comércio, e adicionar que são contratos empresariais por equiparação os instrumentos que contribuem para realizar ou facilitar a atividade típica do empresário, excetuados os contratos de trabalho e de consumo. Desta forma, não somente os contratos celebrados entre empresários no exercício de sua atividade profissional, mas também aqueles que são celebrados pelos sócios para realização ou facilitação do exercício da empresa, devem ser entendidos como empresariais.

⁷²⁰ Nesse sentido, cita-se: RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; GALESKI JUNIOR, Irineu;. **Teoria geral dos contratos: contratos empresariais e análise econômica**. 2ª ed. Rio de Janeiro: Revista dos Tribunais, 2015, p. 32; WANDERER, Bertrand. **Lesão e Onerosidade Excessiva nos Contratos Empresariais**. São Paulo: Saraiva, 2018, p. 56; COELHO, Fábio Ulhoa. As obrigações empresariais. In: COELHO, Fábio Ulhoa (org.). **Tratado de Direito Comercial: obrigações e contratos empresariais**. Vol. 5. São Paulo: Saraiva, 2015, p. 13; LUPION, Ricardo. **Boa-fé Objetiva nos Contratos Empresariais** contornos dogmáticos dos deveres de conduta. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 2011, p. 139; GROSS, Bernard; BIHR, Philippe. **Contrats: tome 1 Ventes civiles et commerciales, baux d'habitation, baux commerciaux**. Presses Universitaires de France: Paris, 1993, p. 29.

⁷²¹ A frase de original de Rocco foi: "É ato de comércio todo ato que realiza ou facilita uma interposição na troca". ROCCO, Alfredo. **Princípio de Direito Comercial**. Tradução de Ricardo Rodrigues Gama. Campinas: LZN, 2003, p. 52-53. Gonçalves Neto critica a tentativa de "separar e excluir do âmbito do direito comercial os contratos de consumo", fundamentando que o fato do Código de Defesa do Consumidor regular os contratos de consumo não é suficiente para afirmar que os tenha excluído do âmbito do direito comercial. Assevera que sempre que os instrumentos servirem para a realização dos fins da empresa devem ser considerados como integrantes do direito comercial. GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. Os contratos mercantis e o Código Civil. In: França, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes; ADAMEK, Marcelo Vieira von (coords.). **Temas de Direito Empresarial e Outros Estudos em Homenagem ao Professor Luiz Gastão Paes de Barros Leães**. São Paulo: Malheiros, 2014, p. 119-120.

Os contratos empresariais não são categoria autônoma prevista em lei⁷²². Nada obstante, mesmo com a unificação legislativa do direito obrigacional por meio do Código Civil de 2002 não perderam sua autonomia e continuam sendo objeto de uma interpretação própria e distinta dos demais contratos⁷²³, a despeito de, como assevera Gonçalves Neto, ainda não se ter chegado a uma sistematização adequada da matéria⁷²⁴.

No que tange à função, os contratos empresariais se caracterizam por viabilizar a prática da atividade econômica organizada voltada à produção ou circulação de bens ou de serviços, constituindo os principais atos realizados pelos comerciantes no exercício de sua profissão⁷²⁵, representando o núcleo básico e essencial de sua atividade⁷²⁶ e possibilitando seu desenvolvimento eficaz⁷²⁷.

Seja o contrato empresarial clássico, seja o assim considerado por equiparação, há um objetivo comum dos agentes: a conotação econômica expressa na busca pelo lucro. Forgioni explica que “[e]m qualquer hipótese, a contratação terá um objetivo,

⁷²² Irti explica tal fenômeno com a entrada em vigor do Código Civil Italiano de 1942. IRTI, Natalino. Examen de Conciencia de um Civilista. In: AJURIA, Luis Rojo (org.). **La Edad de la Descodificación**. Organización e tradução de Luis Rojo Ajuria. Barcelona: Jose Maria Bosch Editora, 1992, p. 200. A explicação da realidade italiana também se encontra em GROSSI, Paolo. Itinerarii Dell’Impresa. In: **Quaderni Fiorentini XXVIII**. Tomo I. Milano: Dott. A. Giuffrè Editore, 1999, p. 1010.

⁷²³ GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. Os contratos mercantis e o Código Civil. In: França, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes; ADAMEK, Marcelo Vieira von (coords.). **Temas de Direito Empresarial e Outros Estudos em Homenagem ao Professor Luiz Gastão Paes de Barros Leães**. São Paulo: Malheiros, 2014, p. 112. Também: VERÇOSA, Haroldo. **Contratos Mercantis e a Teoria Geral dos Contratos**: o Código Civil de 2002 e a Crise do Contrato. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 25. No mesmo sentido: RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. Teoria Geral dos Contratos Empresariais. In: COELHO, Fábio Ulhoa (org.). **Tratado de Direito Comercial**: obrigações e contratos empresariais. Vol. 5. São Paulo: Saraiva, 2015, p. 53. Igualmente, COELHO, Fábio Ulhoa. As obrigações empresariais. In: COELHO, Fábio Ulhoa (org.). **Tratado de Direito Comercial**: obrigações e contratos empresariais. Vol. 5. São Paulo: Saraiva, 2015, p. 15-16 e FORGIONI, Paula Andrea. **Contratos Empresariais**: teoria geral e aplicação. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2015, p. 34-35.

⁷²⁴ GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. Os contratos mercantis e o Código Civil. In: França, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes; ADAMEK, Marcelo Vieira von (coords.). **Temas de Direito Empresarial e Outros Estudos em Homenagem ao Professor Luiz Gastão Paes de Barros Leães**. São Paulo: Malheiros, 2014, p. 119.

⁷²⁵ MARTINS, Fran. **Contratos e Obrigações Comerciais**. Rio de Janeiro: Forense, 1990, p. 77.

⁷²⁶ BULGARELLI, Waldirio. **Contratos Mercantis**. 3ª edição. São Paulo: Atlas, 1984, p. 23.

⁷²⁷ RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; GALESKI JUNIOR, Irineu. **Teoria geral dos contratos: contratos empresariais e análise econômica**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, p. 17.

almejado em conjunto pelas empresas, isto é, todo negócio tem uma função econômica e nessa função encontra sua razão de ser⁷²⁸.

Dentre as particularidades dos contratos empresariais se encontra uma maior sujeição aos usos e costumes em comparação às demais categorias contratuais⁷²⁹, já que geram legítimas expectativas de comportamento, a partir das quais o outro agente pautará sua própria conduta⁷³⁰.

No âmbito da atividade empresarial, a previsibilidade dos comportamentos é essencial, vez que a atuação do agente dependerá de como ele espera que o outro contratante atuará, em uma típica situação de teoria dos jogos⁷³¹. A previsibilidade comportamental é elemento que funda o próprio raciocínio dos agentes na mensuração das variáveis na contratação, inclusive na decisão entre contratar ou não. Desta forma, uma primeira maneira de se preservar o bom desenvolvimento do mercado é por meio do respeito aos usos e costumes, já que a expectativa do contratante pode encontrar suas bases nas práticas habituais, tomadas como obrigatórias em determinado tempo e lugar.

Outros dos fundamentos interpretativos dos contratos empresariais podem ser extraídos a partir da comparação com outras modalidades contratuais. Na relação celebrada entre empresários no exercício de sua atividade profissional não se presume a hipossuficiência⁷³² e a vulnerabilidade⁷³³, característica das relações de emprego e de consumo⁷³⁴.

⁷²⁸FORGIONI, Paula Andrea. **Teoria Geral dos Contratos Empresariais**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2009, p. 59.

⁷²⁹RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; GALESKI JUNIOR, Irineu;. **Teoria geral dos contratos: contratos empresariais e análise econômica**. 2ª ed. Rio de Janeiro: Revista dos Tribunais, 2015, p. 33.

⁷³⁰FORGIONI, Paula Andrea. **Teoria Geral dos Contratos Empresariais**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2009, p. 117-118.

⁷³¹A respeito ver: AXELROD, Robert. **The Evolution of Cooperation**. New York: Basic Books Inc. Publishers, 1984, p. 27. Também neste sentido MARINHO, Raul. **Prática na Teoria: Aplicações da Teoria dos Jogos e da Evolução dos Negócios**. São Paulo: Saraiva, 2005, p. 19.

⁷³²RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; GALESKI JUNIOR, Irineu;. **Teoria geral dos contratos: contratos empresariais e análise econômica**. 2ª ed. Rio de Janeiro: Revista dos Tribunais, 2015, p. 32.

⁷³³RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; GALESKI JUNIOR, Irineu;. **Teoria geral dos contratos: contratos empresariais e análise econômica**. 2ª ed. Rio de Janeiro: Revista dos Tribunais, 2015, p. 32.

⁷³⁴D'AQUINO, Lúcia Souza. Uma aproximação dos conceitos de subordinação e vulnerabilidade: análise comparativa entre o direito do trabalho e o direito do consumidor. **Revista Direitos Humanos e Democracia**, ano 4, n. 8, jul/dez. 2016, pp. 181-208, p. 187-188. Também: ROSA, Luiz Carlos Goiabeira;

Diferentemente do que ocorre nos contratos trabalhistas ou de consumo, nos contratos empresariais se espera que haja igualdade material entre os contratantes⁷³⁵, em virtude de estarem em posições equivalentes (de empresário) e pela habitualidade da prática contratual no exercício da atividade profissional. Relembre-se que há essencialidade na celebração de contratos para a empresa. O contrato empresarial pode ou não ser assimétrico e, mesmo que o seja, a assimetria apresenta características distintas das verificadas em outras esferas⁷³⁶.

Nas hipóteses em que seja verificada a assimetria nos contratos empresariais há que se falar apenas em possível dependência econômica⁷³⁷, afastando-se os postulados e ferramentas característicos de outras modalidades contratuais, o que ajuda a entender as razões que conduzem a interpretação singular no que diz respeito à força vinculativa dos contratos empresariais (*pacta sunt servanda*)⁷³⁸. Neste sentido, a já mencionada Medida Provisória n. 881/2019 traz dispositivo que busca reafirmar a especial condição dos contratantes na modalidade do contrato empresarial, ao incluir o art. 480-B no Código Civil brasileiro: “[n]as relações interempresariais, deve-se presumir a simetria dos contratantes e observar a alocação de riscos por eles definida.”

Decorrência da habitualidade na celebração dos instrumentos e da presunção de igualdade material entre as partes é a alta relevância da concepção de autonomia privada nos contratos empresariais. Presume-se que os empresários são diligentes, probos⁷³⁹ e

BIZELLI, Rafael Ferreira, FÉLIX, Vinícius Cesar. Vulnerabilidade e hipossuficiência no contrato existencial de consumo. **Scientia Iuris**, Londrina, v. 21, n. 1, p.155-188, mar. 2017, p. 158-172.

⁷³⁵ FARINA, Juan M. **Contratos Comerciales Modernos**. 2ª edição. Buenos Aires: Astrea, 1997, p. 120.

⁷³⁶ COELHO, Fábio Ulhoa. As obrigações empresariais. In: COELHO, Fábio Ulhoa (org.). **Tratado de Direito Comercial: obrigações e contratos empresariais**. Vol. 5. São Paulo: Saraiva, 2015, p. 17.

⁷³⁷ COELHO, Fábio Ulhoa. As obrigações empresariais. In: COELHO, Fábio Ulhoa (org.). **Tratado de Direito Comercial: obrigações e contratos empresariais**. Vol. 5. São Paulo: Saraiva, 2015, p. 18-19. Acerca do poder de barganha desigual: POSNER, Eric. **Análise Econômica do Direito Contratual: sucesso ou fracasso**. Trad. Luciano Benetti Timm, Cristiano Carvalho e Alexandre Viola. São Paulo: Saraiva, 2010, p. 32-34.

⁷³⁸ FORGIONI, Paula Andrea. **Contratos Empresariais: teoria geral e aplicação**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2015, p. 111-112.

⁷³⁹ LUPION, Ricardo. **Boa-fé objetiva nos contratos empresariais: contornos dogmáticos dos deveres de conduta**. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 2011, p. 142; FORGIONI, Paula Andrea. **Teoria Geral dos Contratos Empresariais**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2009, p. 87.

cientes de que toda atividade empresarial possui como elemento indissociável o risco⁷⁴⁰. Até mesmo porque é o próprio risco remunerado pelo lucro que conduz a atividade do empresário em sua profissão.

A respeito do tema, Ribeiro e Galeski Junior asseveram que nesta modalidade contratual “o risco não pode ser considerado elemento estranho, ao contrário, a atividade econômica é uma atividade de risco, remunerada pelo lucro e ágio, não se justificando a invocação e a aceitação das normas gerais dos contratos com o propósito de neutralização do risco”⁷⁴¹. Eliminá-lo significaria romper com a própria lógica da concorrência na atividade empresarial, vez que os equívocos das estratégias dos agentes econômicos é que possibilitam a própria existência da competição⁷⁴². Se todos contratassem perfeitamente e com ganhos equivalentes, não haveria concorrência no mercado e nem seriam preservados os diferenciais de cada concorrente.

Em outros termos, é a capacidade de um empresário identificar as melhores oportunidades e a conveniência ou não de assumir determinado risco no mercado que o diferencia dos demais⁷⁴³. E se tanto a nova economia institucional quanto a economia comportamental expressaram que os comportamentos dos agentes são imperfeitos, há de se esperar que em contratos que instrumentalizem alocação de riscos (e sujeitos às incertezas), erros sejam cometidos. Mais do que isso: há uma tendência de que haja erro nas previsões que produzirão impactos no resultado para cada uma das partes contratantes.

⁷⁴⁰ RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; GALESKI JUNIOR, Irineu. **Teoria geral dos contratos: contratos empresariais e análise econômica**. 2ª ed. Rio de Janeiro: Revista dos Tribunais, 2015, p. 33. Também neste sentido: LUPION, Ricardo. **Boa-fé Objetiva nos Contratos Empresariais** contornos dogmáticos dos deveres de conduta. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 2011, p. 139-141.

⁷⁴¹ RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; GALESKI JUNIOR, Irineu;. **Teoria geral dos contratos: contratos empresariais e análise econômica**. 2ª ed. Rio de Janeiro: Revista dos Tribunais, 2015, p. 183.

⁷⁴² FORGIONI, Paula. A interpretação dos negócios empresariais. In: COELHO, Fábio Ulhoa (org.). **Tratado de Direito Comercial: obrigações e contratos empresariais**. Vol. 5. São Paulo: Saraiva, 2015, p. 82.

⁷⁴³ Neste sentido: FORGIONI, Paula. A interpretação dos negócios empresariais. In: COELHO, Fábio Ulhoa (org.). **Tratado de Direito Comercial: obrigações e contratos empresariais**. Vol. 5. São Paulo: Saraiva, 2015, p. 82-85.

Interessante a constatação de que o erro pode ser previsto no contrato⁷⁴⁴, sendo possível a alocação dos efeitos da identificação dele entre as partes. Destarte, defensável é o entendimento de que o contrato é instrumento necessário para a alocação o risco, em que é possível estabelecer as responsabilidades de cada contratante quando ocorrer determinadas situações⁷⁴⁵. Novamente, a Medida Provisória n. 881/2019 propõe a inclusão de artigo a respeito (480-A do Código Civil brasileiro): “[n]as relações interempresariais, é lícito às partes contratantes estabelecer parâmetros objetivos para a interpretação de requisitos de revisão ou de resolução do pacto contratual”.

Ocorre que, mesmo com a tentativa de alocação, as más previsões tendem a ocorrer nos contratos empresariais, já que os contratos se projetam para o futuro e as incertezas nunca serão superadas de forma absoluta pela racionalidade humana, o que se acentua naqueles que sejam de longo prazo. A assimilação de que o risco é presente e de que o erro se torna ainda mais provável também se reforça.

Sistematicamente, assim, dentre as características próprias dos contratos empresariais se destacam a (i) busca pelo lucro; (ii) a habitualidade na celebração de contratos; (iii) o risco como elemento indissociável da prática empresarial e (iv) o reconhecimento dos usos e costumes como fonte primordial de direitos e obrigações relativas ao comércio.

O conjunto destes fatores singulares encontrados nos contratos empresariais confere a essa modalidade contratual racionalidade e lógica próprias, não se confundindo com as demais modalidades contratuais, em que se encontram fundamentos diversos para aceitar maior grau de intervenção nas relações entre privados por parte do Poder Judiciário⁷⁴⁶.

⁷⁴⁴ POSNER, Eric. **Análise Econômica do Direito Contratual**: sucesso ou fracasso. Tradução de Luciano Benetti Timm, Cristiano Carvalho e Alexandre Viola. São Paulo: Saraiva, 2010, p. 35.

⁷⁴⁵ RODRIGUES, Vasco. **Análise Econômica do Direito**: uma introdução. 2ª ed. Coimbra: Almedina, 2016, p. 125.

⁷⁴⁶ FARINA, Juan M. **Contratos Comerciales Modernos**. 2ª edição. Buenos Aires: Astrea, 1997, p. 84-85.

Todavia, a mesma liberdade contratual, princípio basilar do direito privado moderno⁷⁴⁷, vista à luz da ideologia liberal individualista predominante na modernidade, não retira do contrato sua possibilidade de consenso imperfeito. Pensar de outra forma, significa superestimar o papel do indivíduo⁷⁴⁸ como ser absolutamente racional, maximizador por essência e excelência, hipóteses refutadas pela nova economia institucional e pela economia comportamental.

Deste modo, superado o mito da racionalidade ilimitada do sujeito e a consequente presunção moderna de equilíbrio completo e estático entre os contratantes, o Poder Judiciário se depara com a necessidade de intervir nas relações privadas, a fim de equilibrar, reequilibrar ou cessar abusos de uma das partes em relação à outra.

Ocorre que não é pelo simples fato de um contrato empresarial não ter alcançado a pretensão inicial do contratante (empresário/investidor) que o mesmo deva ser revisto, indiscriminadamente, como — via de regra — ocorre nos contratos consumeristas e trabalhistas⁷⁴⁹.

Não haveria sustentação para se admitir que uma inadvertida aplicação do paternalismo libertário sobre os contratos empresariais fosse realizada com o intuito de equilibrar os resultados advindos de um contrato. A racionalidade da contratação é justamente a diferença na capacidade de antever os resultados que virão, de modo que não se pode admitir uma interpretação comportamentalista que viesse a justificar um acréscimo na margem de intervenção de um julgador sobre os referidos instrumentos, ainda que na forma de indução ou coibição de condutas não impositivas. Assim, deve afastar-se de uma interpretação que seja pautada nos resultados advindos da contratação.

Os instrumentos contratuais que consubstanciam compra e venda de empresas são típicos exemplos de contratos empresariais. Sobretudo, destaca-se que o risco de tal

⁷⁴⁷ ASCARELLI, Tullio. **Panorama do Direito Comercial**. São Paulo: Saraiva e Livraria Acadêmica, 1947, p. 55.

⁷⁴⁸ GOMES, Orlando. **Contratos**. Coordenação de Edvaldo Brito. Atualizadores: Antônio Junqueira de Azevedo e Francisco Paulo de Crescenzo Marino. 26ª edição. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 07.

⁷⁴⁹ GALESKI JUNIOR, Irineu; RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. **Teoria geral dos contratos: contratos empresariais e análise econômica**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, p. 18.

contratação é marcante, vez que de um lado quem vende a empresa presume que receberá uma contrapartida econômica suficiente ao que deixará de poder auferir no futuro, enquanto que o comprador faz o raciocínio inverso.

As duas partes atuam com base em previsões do futuro, envolvendo riscos e incertezas, sujeitos, portanto, a inúmeros equívocos pelas partes. Uma intervenção externa que neutralizasse o risco da contratação seria desrespeitar a própria essência do contrato e o risco inerente a este tipo de contratação, por melhor que seja a intenção daquele que julga.

Em sentido complementar ao debate que envolve a impossibilidade de se neutralizar os riscos, possível é a discussão acerca da legitimidade de intervenção nos contratos empresariais por força da incompletude nos instrumentos, indagando se, em razão das omissões nos contratos faria sentido aceitar que um terceiro “restaurasse a racionalidade”⁷⁵⁰ da contratação.

Também nesta via relativa à intervenção que busca suprir as lacunas contratuais, a compatibilidade entre as premissas do paternalismo libertário e os fundamentos interpretativos dos contratos empresariais deve ser vista com ressalvas. Mais uma vez, a compreensão das particularidades das relações empresariais traz o norte interpretativo.

O empresário é acostumado a lidar com a escassez, de modo que se pode considerar uma opção do agente a própria incompletude contratual, vez que houve uma economia no custo da formação do instrumento⁷⁵¹. Assim, tanto a limitação de racionalidade quanto os custos em si fazem com que seja previsível a imperfeita estipulação contratual.

Nesta esteira, a celebração de um contrato perfeito não seria interessante e lucrativo aos contratantes, já que os custos para a formação do mesmo seriam absolutamente desproporcionais (custo de transação) ao potencial de ganho com a

⁷⁵⁰ SERRA, Daniel. **Économie Comportementale**. Paris: Economica, 2017, p. 68-69.

⁷⁵¹ POSNER, Eric. **Análise Econômica do Direito Contratual**: sucesso ou fracasso. Tradução de Luciano Benetti Timm, Cristiano Carvalho e Alexandre Viola. São Paulo: Saraiva, 2010, p. 37.

completude contratual⁷⁵², ou seja, não há sequer o interesse na existência de um contrato perfeito.

O crescimento dos estudos e da aplicação da economia comportamental vem deixando de maneira explícita as falhas cognitivas em um patamar que não era encontrado nos estudos jurídicos e econômicos. Ocorre que a constatação de que o agente econômico comumente se equivoca em suas tomadas de decisões não deve ser compreendida como um reforço ou estímulo a que o Poder Judiciário ou a câmara de arbitragem intervenha nas relações empresariais, sob pena de desvirtuamento da própria lógica da atividade empresarial. Reforça-se que a incompletude contratual espelha tanto a limitação de racionalidade quanto uma escolha dos próprios contratantes. As limitações à intervenção do Estado, de forma geral, e do poder julgador, de forma específica, não se tornam menos questionáveis ao se compreender as falhas de julgamento nas escolhas que a teoria comportamentalista destaca. Nem mesmo, sob a ótica dos pequenos estímulos, ou do Paternalismo Libertário, a intervenção deve prevalecer sobre as escolhas dos agentes econômicos nas situações ordinárias.

Assim, a invocação das ferramentas da economia comportamental sobre as escolhas dos agentes não deve superar as consequências de condutas descuidadas ou excessivamente otimistas dos empresários. Ao contrário, devem ser instrumentos para identificar tendências que podem trazer vantagens ou desvantagens para os próprios agentes⁷⁵³. Observe-se, por exemplo, que as heurísticas podem se mostrar vantajosas, vez que poupam tempo para o tomador de decisão por meio da redução das variantes analisadas no momento em que a escolha é feita.

Portanto, o reconhecimento da previsibilidade de equívocos nas escolhas humanas não traz como consequência lógica a necessidade de uma correção das escolhas realizadas, ao menos no que se refere aos contratos empresariais e especialmente aos contratos de compra e venda de empresas.

⁷⁵²GALESKI JUNIOR, Irineu; RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. **Teoria geral dos contratos: contratos empresariais e análise econômica**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, p. 139.

⁷⁵³ FORGIONI, Paula Andrea. **Contratos Empresariais: teoria geral e aplicação**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2015, p. 103.

É preocupante que a economia comportamental seja compreendida como um reforço da necessidade de que terceiros intervenham sobre os contratos empresariais, a fim de que sejam consertadas falhas de racionalidade dos agentes quando do fechamento do negócio, vez que a identificação de que equívocos acontecem e de que são previsíveis não significa que devam ser eliminados por uma autoridade externa.

Como acima fundamentado, o erro faz parte da atividade empresarial. Mais do que isso: deve ser reforçado seu caráter didático ao invés de se buscar neutralizá-lo por meio da intervenção de um terceiro, cujo raciocínio, aliás, tende a incidir na heurística da retrospectiva.

O erro possibilita a experiência ao agente e a legítima expectativa de que nas próximas negociações não incorrerá nos equívocos que prejudicaram a relação pretérita. Neste contexto, não cabe a um terceiro intervir sob o fundamento de que houve erro na contratação, até mesmo pela possibilidade do próprio julgador ser guiado por heurísticas ou incorrer em vieses que não resultem na almejada retomada da racionalidade da contratação realizada.

Cabe ao ordenamento jurídico zelar pela defesa do crédito, já que este é um pilar do mercado, imprescindível para sua sustentação⁷⁵⁴. Sem a tutela do crédito não é possível a manutenção da economia de mercado, o que seria negativo para o próprio atingimento dos fins sociais por parte do Estado. Para isso, a competição precisa existir, sendo para esta imprescindível que não se elimine o traço característico das contratações empresariais: o risco.

Por outro lado, voltando-se não mais à posição da autoridade em relação a negócios já firmados, qualquer leitura compatível entre o paternalismo libertário e as particularidades interpretativas dos contratos empresariais poderá se fundar na orientação do comportamento dos agentes quando da celebração dos instrumentos contratuais, especialmente contribuindo (*nudge*) para que não adotem heurísticas capazes de levar a decisões precipitadas e para que não incorram nos erros

⁷⁵⁴ FORGIONI, Paula. A interpretação dos negócios empresariais. In: COELHO, Fábio Ulhoa (org.). **Tratado de Direito Comercial**: obrigações e contratos empresariais. Vol. 5. São Paulo: Saraiva, 2015, p. 78.

sistematicamente cometidos (vieses). As ferramentas comportamentalistas se mostram importantes para estimular os agentes a serem mais precavidos.

Sugere-se que o direito contratual empresarial possa se valer mais de normas de caráter de estímulo a determinadas condutas, com o conseqüente desincentivo a outras, para minimizar os impactos que seriam produzidos em razão da incidência dos vieses e das heurísticas, reduzindo o apego a normas condenatórias intransponíveis. Por exemplo, estabelecer que nos contratos que envolvam compra e venda de empresas e que tenham cláusula de *dispute board*, caso uma das partes acione o Poder Judiciário, sobre ela incidirá custas mais expressivas do que as custas ordinárias de um processo. Passo ainda mais ousado seria norma que expressamente excluísse da apreciação do Poder Judiciário operações de aquisição de empresas a partir de determinado porte, o que fatalmente conduziria as demandas a meios alternativos de resolução de litígios.

Por outro lado, a incorporação de ferramentas comportamentalistas não deve significar o afastamento das fornecidas por outras vertentes, especialmente pela nova economia institucional. A compatibilidade da NEI com a estrutura de raciocínio dos contratos empresariais é patente, abrangendo desde as razões que levam a se valer do mercado (custos de transação, estruturas de governança e especificidade do ativo) até a importância de se ter o respeito às regras do jogo e aos contratos (instituições).

Desta forma, o contributo da economia comportamental ao direito não exaure o contributo de outras vertentes e formas de pensar, e, sua maior virtude não está no oferecimento de ferramentas que isentem os tomadores de decisão das conseqüências de suas escolhas, mas na identificação de instrumentos que auxiliem o jurista. Ferramentas que, de um lado, prestigiam normas que estimulem condutas e que não representem ônus para o Estado (o que decorreria, por exemplo, de práticas de subvenção econômica), legando aos contratantes o dever de escolher como agir, cientes do que decorrerá da escolha (e não da imposição). De outro lado, ferramentas que transmitam ao julgador a percepção do porquê dos acertos e erros das escolhas empresariais e dos elementos que interferem na racionalidade do agente.

Se a racionalidade plena é inalcançável pelas partes e pelos operadores do direito, ao menos a compreensão dela, das heurísticas e dos vieses é capaz de auxiliar

a formação de contratos melhores, de decisões mais adequadas e de, com isso, fortalecer a atividade empresarial.

CONCLUSÃO

A nova economia institucional contribuiu para a aproximação dos estudos econômicos da realidade ao afastar o abstracionismo e o mecanicismo da vertente neoclássica (ortodoxa). A inserção do fator custos de transação por Coase, o desenvolvimento da teoria coasiana por Williamson a partir do desenvolvimento das noções de racionalidade limitada do sujeito, especificidade do ativo e contratos relacionais, bem como a constatação de North de que as instituições (formais e informais) influenciam no comportamento dos agentes econômicos, foram marcantes contribuições da nova economia institucional para a compreensão das decisões empresariais.

A respeito da crença na racionalidade ilimitada do sujeito, verificou-se que o direito moderno e a economia neoclássica elevaram o homem à condição de centro dos estudos, presumindo-o plenamente racional e perfeito em suas escolhas. Ocorre que a referida crença distanciou os estudos jurídicos e econômicos da realidade, vez que a prática demonstra que as falhas nas decisões são frequentes e esperadas.

A economia comportamental intensificou a crítica da nova economia institucional à economia neoclássica ao adotar como fundamento a premissa de que os estudos econômicos deveriam se tornar mais próximos do que acontece no dia a dia, mediante o abandono de padrões ideais simplificadores. Nesta esteira, os comportamentalistas se valeram da psicologia para incrementar as análises, inserindo ferramentas como heurísticas, vieses e *nudges* na tentativa de compreensão das decisões humanas.

Para que haja a aplicação estrita da economia comportamental em um trabalho, necessária é a prática de experimentos, o que se mostra bastante difícil quando se trata de compra e venda de empresas. Nesta esteira, a tese se valeu de ferramentas da economia comportamental em sua análise, mas não de uma aplicação estrita da referida vertente econômica. Para isso, fixou três fundamentos para possibilitar a aplicação das ferramentas: (i) nos casos analisados, compreender com profundidade as opções feitas pelos agentes econômicos; (ii) a constatação de que os agentes econômicos se valeram de heurísticas e incorreram em vieses nas decisões ligadas à compra e venda de

empresas não significa que as escolhas tenham sido irracionais e; (iii) o reconhecimento de que as decisões organizacionais são também tomadas por pessoas (sócios e administradores, por exemplo), sendo, portanto, suscetíveis a heurísticas e vieses.

Apresentados os fundamentos neoinstitucionalistas e comportamentalistas, o trabalho buscou identificar modalidades de compra e venda de empresas. Assumiu que reconheceria tais operações como aquelas que resultam em transferência onerosa de participação societária e/ou de patrimônio, implicando mudança de titularidade do poder de controle na empresa desenvolvida por empresário, empresa individual de responsabilidade limitada ou sociedade.

Dentre os arranjos societários que podem viabilizar compra e venda de empresas, abordou-se diretamente a incorporação de sociedades, a incorporação de ações, a alienação de participação societária e a alienação de controle.

Em relação à incorporação de sociedades, concluiu-se que pode se tratar de uma operação de compra e venda de empresas, mas não será em todas as situações, dependendo de ter havido ou não a transferência do poder de controle por meio de referida operação.

No mesmo sentido se deu a conclusão em relação às incorporações de ações, vez que é possível imaginar hipótese em que a incorporada já fosse controlada da incorporadora. Destarte, não ocorrerá obrigatoriamente transferência do poder de controle e, seguindo o critério estabelecido no trabalho, não se pode rotular indistintamente a operação como sendo de compra e venda de empresa.

Quanto à cessão onerosa de quotas ou ações, pode se configurar como uma operação de compra e venda de empresa de acordo com os parâmetros fixados pelo trabalho. Para isso, basta que ocorra a transferência onerosa de percentual societário suficiente para que o adquirente possa exercer o poder de controle sobre a sociedade adquirida e que quem as adquiriu efetivamente faça uso desse poder. Verificou-se, finalizando o assunto, que a alienação de controle é, por essência, um mecanismo de compra e venda de empresa.

Adiante, descreveu-se o trespasse, mecanismo não societário de compra e venda de empresa. Por meio dele, transfere-se o estabelecimento, de modo que o

adquirente passa a ser o titular do conjunto de bens organizado para o exercício da empresa. Discorreu-se que há dificuldade prática na identificação de quais bens são abrangidos pela noção de estabelecimento e, por consequência, pelo trespasse. Concluiu-se que o cerne do negócio se encontra na possibilidade imediata do adquirente desenvolver a atividade empresarial por meio do específico conjunto de bens adquirido, sem a necessidade de agregar novos elementos.

Também se concluiu que o regime jurídico incidente sobre o trespasse é pouco estimulante para a realização da referida operação, seja por conta do confuso regime de responsabilização incidente sobre alienante e adquirente, seja por exigências de publicização dos instrumentos contratuais, algo pouco condizente com o sigilo característico de algumas operações de compra e venda de empresas.

Ao final do segundo capítulo se fez o cotejo entre a noção de racionalidade limitada do sujeito e as dificuldades em se transacionar com segurança a empresa. A título conclusivo, fundamentou-se que a despeito da tentativa de abranger todos os aspectos, a contratação sempre apresentará lacunas, sendo, inclusive, benéfico aos próprios contratantes que os instrumentos não sejam perfeitos, visto que o custo para se ter um contrato completo (caso possível fosse) seria desproporcional aos objetivos do negócio. Assim, por mais que se busque procedimentos como a *due diligence* ou cláusulas de salvaguarda como a *material adverse change* (MAC) ou, ainda, garantias para caso de previsões equivocadas ao momento da celebração, não se conseguirá evitar que erros aconteçam e seus efeitos indesejáveis.

No derradeiro capítulo da tese foi feito o cotejo entre as heurísticas e os vieses (duas importantes ferramentas da economia comportamental apresentadas no primeiro capítulo) e a atividade empresarial. Buscou-se demonstrar que é frequente e até previsível que os tomadores de decisão se utilizem de atalhos de pensamento e incorram em erros sistemáticos, mesmo em escolhas empresariais (essencialmente racionais).

Ato seguinte, foram analisados três casos de compra e venda de empresas que tramitam no Poder Judiciário brasileiro, utilizando-se das ferramentas da economia comportamental, identificando exemplos de incidência de heurísticas e vieses nas contratações.

Ao final do capítulo, a noção de *nudge* foi retomada pelo trabalho, especialmente por sua ligação com o paternalismo libertário, corrente que defende a intervenção de terceiros (mínima) sobre as decisões dos agentes, a fim de corrigir desvios de finalidade. Desenvolveu-se a análise para identificar se, à luz das ferramentas da economia comportamental, haveria que se admitir a intervenção de terceiros na interpretação conferida aos contratos empresariais, em geral, e aos contratos de compra e venda de empresas, em especial. A conclusão foi no sentido de que por conta das especificidades dos contratos empresariais, o reconhecimento comportamentalista acerca dos atalhos de pensamento e dos erros sistematicamente cometidos não deve conduzir à generalizada intervenção de terceiros sobre os referidos instrumentos, sob pena de desvirtuamento do mercado. O risco foi identificado como elemento essencial de referidos contratos, não havendo que se falar na neutralização dele a partir da intervenção.

No início do trabalho foi fixado como problema principal se as ferramentas trazidas pela economia comportamental conduzem ou não à necessidade de uma reinterpretação da intervenção estatal, judicial ou legislativa, e da atuação dos operadores do direito nas operações de compra e venda de empresas.

A hipótese central se fundava na constatação de que a economia comportamental aponta que os agentes se valem de atalhos de pensamentos para suas decisões (heurísticas), sendo natural que erros sejam sistematicamente cometidos (vieses) nas escolhas (inclusive as econômicas), o que corrobora um ambiente propício à investigação acerca da pertinência de terceiro ser chamado a intervir no contrato empresarial (juiz, árbitro ou até mesmo mediante atuação legislativa) com o objetivo de neutralizar equívocos.

Conclui-se que as ferramentas comportamentalistas podem contribuir para o aperfeiçoamento dos instrumentos contratuais, a partir do reconhecimento das falhas de cognição e dos erros frequentemente cometidos. A adoção das ferramentas pode contribuir para que advogados (ou as próprias partes) possam se antecipar aos problemas que decorrerão dos potenciais erros de racionalidade, adotando cláusulas contratuais que estimulem determinados comportamentos em detrimento de outros. Na mesma esteira, legislador, juiz e árbitro podem se valer das ferramentas

comportamentalistas para melhor compreensão das condutas dos agentes em compra e venda de empresas. No entanto, a adoção de ferramentais da economia comportamental não deve significar o abandono da construção teórica da nova economia institucional, havendo como se compatibilizar análises que se aproveitem de ambas as vertentes. Tais ferramentas também não devem conduzir a relativizações dos contratos empresariais, sob pena de quebra da confiança no funcionamento do mercado.

REFERÊNCIAS

ACCIARRI, Hugo. **Elementos da análise econômica do direito de danos**. Tradução de Marcia Carla Pereira Ribeiro *et al.* São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2014.

ADAMS, Kenneth A. A Legal-Usage Analysis of “Material Adverse Change” Provisions. **Fordham Journal of Corporate & Financial Law**, v. 10, n. 1, 2004, pp. 9-53.

AGUSTINHO, Eduardo Oliveira; GARCIA, Evelin Naiara. Inovação, transferência de tecnologia e cooperação. **Revista Direito e Desenvolvimento**, João Pessoa, v. 9, n. 1, p. 223-239, jan/jul de 2018.

AKERLOF, George. *Animal Spirits. How Human Psychology Drives the Economy, and Why it Matters for Global Capitalism*. **Princeton (N.J.)**, Princeton University Press, 2009.

ALBANESE, Paul. Inside Economic Man: behavioral economics and consumer behavior. In: ALTMAN, Morris (coord). **Handbook of Contemporary Behavioral Economics: foundations and developments**. New York: M.E. Sharpe, 2006.

ALVAREZ, Alexandre; FLACH, M. Jacques. **Une nouvelle conception des études juridiques et de la codification du droit civil**. Paris: Librairie générale de droit & de jurisprudence, 1904.

ALVES, Giovani Ribeiro Rodrigues. Da Necessária Superação Paradigmática na Interpretação dos Contratos Empresariais e da Importância do Resgate dos Princípios do Direito Empresarial. **Revista do Curso de Direito da UNIFACS**, v. 60, p. 173-212, 2013.

ALVES, Giovani Ribeiro Rodrigues. **Fundamentos para a Compreensão de Um Novo Código Comercial**. Processo: Rio de Janeiro, 2017.

ALVES, Giovani Ribeiro Rodrigues. Fusão, Incorporação e Desmembramento. In: GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis (coord.). **Sociedades Cooperativas**. São Paulo: Lex Editora, 2018.

ALVIM, Arruda; ALVIM, Eduardo Arruda; Thamay, Rennan Faria Kruger; NEVES, Fernando Crespo Queiroz. **Aspectos Processuais da Incorporação Societária**: em conformidade com o Novo CPC. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2015.

ANAN JUNIOR, Pedro. **Fusão, Cisão e Incorporação**: teoria e prática. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

ANDREWS, P.W.S. A reconsideration of the Theory of the Individual Business. **Oxford Economic Papers**, 1, pp. 54-89.

ARAÚJO NETO, Pedro Irineu de Moura. A confidencialidade do procedimento arbitral e o princípio da publicidade. **Revista de Informação Legislativa**, 53, n. 212, out/dez de 2016, pp. 139-154.

ARAÚJO, Danilo Borges dos Santos Gomes de. A “De Facto Merger Doctrine” (Doutrina da Fusão de Fato). WARDE JR., Walfrido Jorge (Coord.). **Fusão, Cisão, Incorporação e Temas Correlatos**. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

ARAUJO, Fernando. **Introdução à Economia**. Coimbra: Almedina, 2006.

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

ARGOTE, Linda; Greve, Henrich R. A Behavioral Theory of the Firm – 40 years and counting: introduction and impact. **Organization Science**, vol. 18, n. 3, may/june 2007.

ARIELI, Dan. **Previsivelmente Irracional**. Tradução de Jussara Simões. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008.

ASCARELLI, Tullio. **Lezioni di Diritto Commerciale**. Milano: Dott. Antonino Giuffré Editore, 1955.

ASCARELLI, Tullio. **Panorama do Direito Comercial**. São Paulo: Saraiva e Livraria Acadêmica, 1947.

ASQUINI, Alberto. Perfis da Empresa. Tradução de Fábio Konder Comparato. **Revista de Direito Mercantil**, São Paulo, n. 104, out/dez de 1996, pp. 109-126.

AUMANN, Robert. Rationality and Bounded Rationality. In: EARL, Peter E. (edit.). **The Legacy of Herbert Simon in Economic Analysis**. Vol. 1. Northampton: Edward Elgar Publishing, 2001.

AVILA, Marcos Gonçalves ; FARIAS, Paula Fogacci de. A Heurística do Afeto e o Conceito de “Avaliabilidade”: Experimentos no Contexto Brasileiro. **Revista Brasileira de Marketing – REMark**, São Paulo, v. 12, n. 2, p. 29-48, abr/jun de 2013.

AXELROD, Robert. **The Evolution of Cooperation**. New York: Basic Books Inc. Publishers, 1984.

BARBOSA, Pedro Marcos Nunes. **E-stabelecimento**: teoria do estabelecimento comercial na internet, aplicativos, websites, segregação patrimonial, trade dress eletrônico, concorrência online, ativos intangíveis cibernéticos e negócios jurídicos. São Paulo: Quartier Latin, 2017.

BARNES, Harry Elmer. **Historia de la Economía del Mundo Occidental**. Trad. de Orenco Munõz. México: Union Tipográfica Editorial Hispano Americana, 1970.

BARRETO FILHO, Oscar. **Teoria do Estabelecimento Comercial**: fundo de comércio ou fazenda mercantil. São Paulo: Max Limonad, 1969.

BEAUD, Michel. **História do capitalismo: de 1500 aos nossos dias**. Tradução de Maria Ermantina Galvão Gomes Pereira. 4. ed. São Paulo: Brasiliense, 1994.

BECKER, Philip. **The economic efficiency of material adverse change clauses in private M & A agréments subject to English law**. *Master Thesis* apresentada na

Universiteit van Amsterdam, 2016, disponível em <http://www.scriptiesonline.uba.uva.nl/615554>, acesso em 15 de fevereiro de 2019.

BECUE, Sabrina. **A alienação de estabelecimento empresarial**: recuperação judicial e a inexistência de sucessão. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

BERGERON, Henri; CASTEL, Patrick; QUELLIER, Sophie; LAZARUS, Jeanne; NOUGUEZ, Étienne; PILMIS, Olivier. **Le biais comportementaliste**. Paris: Presses de Sciences Po, 2018.

BERLE, Adolf; MEANSE, Gardiner C. **The modern corporation and private property**. New Brunswick: Transaction Publishers, 1991.

BERNARDO, Evelyn Gomes; FORESTO, Alberto de Matos; RIBEIRO, Ivano. A Behavioral Theory of the Firm: uma análise crítica. **Revista Ibero-Americana de Estratégia**, vol. 16, n. 2, abr/jun. 2017.

BIANCHI, Mariana. The unsatisfactoriness of satisficing: from bounded rationality to innovative rationality. LOASBY, Brian J. Herbert Simon's Human Rationality. In: EARL, Peter E. (edit.). **The Legacy of Herbert Simon in Economic Analysis**. Vol. 1. Northampton: Edward Elgar Publishing, 2001.

BLOK, Marcela. **Reorganizações Societárias, Fusões, Incorporações, Cisões e Outros Eventos Societários**: aspectos legais, negociais e práticos. São Paulo: Quartier Latin, 2014.

BORTOLI, Cassiana. **A sofisticação financeira dos CEO'S e sua relação com os vieses cognitivos excesso de confiança e otimismo: um estudo realizado em companhias abertas brasileiras**. Dissertação. Universidade Federal do Paraná. Programa de Pós-Graduação em Contabilidade do Setor de Ciências Sociais Aplicadas. Curitiba, 2017.

BOTREL, Sérgio. **Fusões & Aquisições**. 4ª ed. São Paulo: Saraiva, 2016.

BOURDIEU, Pierre. **O Poder Simbólico**. 3ª ed. Tradução de Fernando Tomaz. Rio de Janeiro: Bertrand Brasil, 2000.

BOUSSAIDI, Ramzi. Representativeness Heuristic, Investor Sentiment and Overreaction to Accounting Earnings: The Case of The Tunisian Stock Market. **Procedia – Social and Behavioral Sciences**, v. 81, 2013.

BRITO, Alexandre Aguiar de. A questão da responsabilidade, por sucessão “*inter vivos*”, no contrato de trespasse. **Revista de Direito Mercantil, industrial, econômico e financeiro**, ano XXXIX, n. 120, out./dez. 2000, pp. 128-135.

BULGARELLI, Waldírio. A fusão, incorporação e cisão de Sociedades Anônimas, na Lei Nova das Sociedades por Ações. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, n. 23, ano XV, 1976, pp. 39-52.

BULGARELLI, Waldirio. **Contratos Mercantis**. 3ª edição. São Paulo: Atlas, 1984.

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

CAI, Cynthia Weiyi. Nudging the financial market? A review of the nudge theory. **Accounting & Finance**, 2019, v.1, pp. 1-25.

CÂMARA, Paulo; BASTOS, Miguel Brito. O Direito da Aquisição de Empresas: uma introdução. In: CÂMARA, Paulo (coord.). **Aquisição de Empresas**. Coimbra: Coimbra Editora, 2011.

CAMERER, C.; LOWENSTEIN, G. Behavioral Economics: past, present, future. In: CAMERER, C; LOEWENSTEIN, G.; RABIN, M. (org.). **Advances in Behavioral Economics**. New Jersey: Princeton University Press, pp. 3-52.

CARVALHO, Cristina Helena Almeida de. A mercantilização da educação superior brasileira e as estratégias de mercado das instituições lucrativas. **Revista Brasileira de Educação**, v. 18, n. 54, jul-set. 2013, p. 761-801.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. Vol. 4. Tomo I. São Paulo: Saraiva, 1998.

CARVALHOSA, Modesto; KUYVEN, Fernando. Sociedades Anônimas. In: CARVALHOSA, Modesto (coord.). **Tratado de Direito Empresarial**. 2ª ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2018.

CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de. **Regime Jurídico das Reorganizações: societária, empresarial e associativa**. São Paulo: 2016.

CATEB, Alexandre. A perspectiva da Análise Econômica do Direito na sistemática da lei societária brasileira. **Revista de Direito Empresarial**, Belo Horizonte, p. 15, jan.- abr. 2016.

CEDDAHA, Franck. **Fusions, Aquisitions, Scissions**. 4ª ed. Paris: Economica, 2013.

CHANG, Eric C.; LUO, Yan; REN, Jinjuan. Cross-listing and pricing efficiency: the informational and anchoring role played by the reference price. **Journal of Banking and Finance**, 2013, v. 37, n. 11, pp. 4449-4464.

CHERTOK, Adam B. Rethinking the U.S. Approach to Material Adverse Change Clauses in Merger Agreements. **University of Miami International and Comparative Law Review**, 99 (2014), pp. 100-140.

COASE, R. The Nature of the Firm: influence. WILLIAMSON, Oliver; WINTER, Sidney (orgs.). **The Nature of the Firm: origins, evolution, and development**. New York: Oxford Press, 1993.

COASE, Ronald. **The Firm, the market and the law**. Chicago: University of Chicago Press, 1988.

COASE, Ronald. **The Nature of the Firm**. *Economica* 4 (novembro), 1937.

COASE, Ronald. The New Institutional Economics. **Journal of institutional and theoretical economics**, 140 (March), 229-231.

COELHO, Fábio Ulhoa. As obrigações empresariais. In: COELHO, Fábio Ulhoa (org.). **Tratado de Direito Comercial**: obrigações e contratos empresariais. Vol. 5. São Paulo: Saraiva, 2015.

COMPARATO, Fábio Konder. **A civilização capitalista**. São Paulo: Saraiva, 2013.

COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 6ª ed. Rio de Janeiro: Ed. Forense, 2014.

COOTER, Robert; Ulen, Thomas. **Direito e Economia**. Tradução de Luis Marcos Sander e Francisco Araújo da Costa. 5ª edição. Porto Alegre: Bookman, 2010.

CORRÊA-LIMA, Osmar Brinca. **Sociedade Limitada**. Rio de Janeiro: Forense, 2006.

CYERT, Richard; MARCH, James G. **A Behavioral Theory of the Firm**. New Jersey: Prentice Hall, 1963.

D'AQUINO, Lúcia Souza. Uma aproximação dos conceitos de subordinação e vulnerabilidade: análise comparativa entre o direito do trabalho e o direito do consumidor. **Revista Direitos Humanos e Democracia**, ano 4, n. 8, jul/dez. 2016, pp. 181-208.

DAHLMAN, Carl J. The problem of externality. **Journal of Law and Economics**, v. 22, n. 1, p. 141-162, apr. 1979.

DELECOURT, Philippe; FINE, Michèle. **Negocier une entreprise**: comment réussir ses fusions & acquisitions. Paris: Gualino, 2008.

DEMSETZ, H. **Ownership control and the firm: The organization of economic activity**. Cambridge: Basil Blackwell, vol. 1, 1990.

DEQUECH, D. Bounded Rationality, Institutions, and Uncertainty. **Journal of Economic Issues**, 2001, 35(4): 911-929.

DHAMI, Sanjit. **The foundations of behavioral economic analysis**. Oxford: Oxford University Press, 2016.

DUNNE, Patrick. Strategy. In: DUNNE, Patrick (coord.). **Company Acquisitions Handbook**. 10^a ed. Kent: Bloomsbury Professional, 2011.

EARL, Peter E. **Behavioural Economics**. Vol. 1. Bath: Edward Elgar Publishing Limited, 1988.

EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**: Arts. 1º a 120. Vol. 1. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

EIZIRIK, Nelson. Incorporação de Ações: aspectos polêmicos. WARDE JR., Walfrido Jorge (Coord.). **Fusão, Cisão, Incorporação e Temas Correlatos**. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

ESPECHE, Félix A. Nazar. **Defensa de la Competencia**. 2ª ed. Buenos Aires: Euros Editores, 2016.

FANTO, James A. Quasi-Rationality in Action: A Study of Psychological Factors in Merger Decision-Making. **Ohio State Law Journal**, 62, 1336 (2001).

FARINA, Juan M. **Contratos Comerciales Modernos**. 2ª edição. Buenos Aires: Astrea, 1997.

FÉRES, Marcelo Andrade. **Estabelecimento Empresarial**: trespasse e efeitos obrigacionais. São Paulo: Saraiva, 2007.

FERREIRA, Antônio Carlos; FERREIRA, Patrícia Cândido Alves. Ronald Coase: um economista voltado para o Direito. Estudo introdutório para a edição brasileira. In:

COASE, Ronald. **A Firma, o mercado e o Direito**. Tradução de Heloísa Gonçalves Barbosa. Rio de Janeiro: Forense, 2016.

FILKENSTEIN, Maria Eugênia. Estabelecimento Empresarial, Trespasse e suas Consequências. In: KOURY, Suzy Elizabeth Cavalcante (org.). **Direito Empresarial: os novos enunciados da Justiça Federal**. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

FONSECA, Ricardo Marcelo. **Modernidade e contrato de trabalho: do sujeito de direito à sujeição jurídica**. São Paulo: LTr, 2002.

FORGIONI, Paula Andrea. **Direito Concorrencial e Restrições Verticais**. São Paulo: RT, 2007.

FORGIONI, Paula Andrea. **Contratos Empresariais: teoria geral e aplicação**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2015.

FORGIONI, Paula Andrea. **Teoria Geral dos Contratos Empresariais**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2009.

FORGIONI, Paula Andrea. A interpretação dos negócios empresariais. In: COELHO, Fábio Ulhoa (org.). **Tratado de Direito Comercial: obrigações e contratos empresariais**. Vol. 5. São Paulo: Saraiva, 2015.

FORGIONI, Paula Andrea. **Direito Concorrencial e Restrições Verticais**. São Paulo: RT, 2007.

FORGIONI, Paula Andrea. **Fundamentos do Antitruste**. 7ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2014.

FRANCESCHINI, José Inácio Gonzaga; BAGNOLI, Vicente. **Direito Concorrencial**. 2ª ed. Coleção Tratado de Direito Empresarial, v. 7, Coordenação Modesto Carvalhosa. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2018.

FREIRE, Maria Paula dos Reis Vaz. **Eficiência Económica e Restrições Verticais**: os argumentos de eficiência e as normas de defesa da concorrência. Lisboa: AAFDL, 2009.

FUCHS, Andreas. Introducing more features of real life into de economists' world of theoretical models – comments on Justus Haucap, Bart Wilson and Cristopher Engel. In: DREXL, Josef; KERBER, Wolfgang; PODSZUN, Rupprecht (eds.). **Competition Policy and the Economic Approach**: foundations and limitations. Northampton: Edward Elgar, 2011.

GICO JR, Ivo T. Introdução à Análise Econômica do Direito. In: KLEIN, Vinicius; RIBEIRO, Marcia Carla Pereira (coords.). **O que é análise econômica do direito**: uma introdução. Belo Horizonte: Editora Fórum, 2011.

GLAIS, Michel. **Concentration des entreprises & Droit de la concurrence**. Paris: Economica, 2010.

GOMES, Orlando. **Contratos**. Coordenação de Edvaldo Brito. Atualizadores: Antônio Junqueira de Azevedo e Francisco Paulo de Crescenzo Marino. 26ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009.

GOLÇALVES NETO, Alfredo de Assis. A Empresa Individual de Responsabilidade Limitada. **Revista dos Tribunais**, Ano 101, vol. 915, jan. 2012, p.p. 153-180.

GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. Os contratos mercantis e o Código Civil. In: França, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes; ADAMEK, Marcelo Vieira von (coords.). **Temas de Direito Empresarial e Outros Estudos em Homenagem ao Professor Luiz Gastão Paes de Barros Leães**. São Paulo: Malheiros, 2014.

GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. A fusão, a incorporação e a cisão na Lei de Sociedades por Ações. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, n. 23, ano XV, 1976, pp. 71-82.

GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. **Direito de Empresa**: comentários aos arts. 966 a 1.195 do Código Civil Brasileiro. São Paulo: RT, 2018.

GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. **Manual das Companhias ou Sociedades Anônimas**. 2ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2010.

GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis; FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. Empresa Individual de Responsabilidade Limitada e Sociedades de Pessoas. In: CARVALHOSA, Modesto (coord.). **Tratado de Direito Empresarial**. 2ª ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2018.

GONÇALVES, Oksandro; FRANÇA, Luiz Alberto Fontana. Cláusulas contratuais gerais: interpretação dos contratos massificados à luz dos princípios contratuais e da análise econômica do direito. **Revista Jurídica Luso-Brasileira**, ano 3 (2017), n. 4, pp. 1.017-1.054.

GONÇALVES, Oksandro O; MORETTINI, Felipe Tadeu Ribeiro. Análise econômica do controle judicial dos contratos de concessão e sua importância para o desenvolvimento. **Revista de Informação Legislativa**, Brasília, p. 86, jul/set de 2014.

GONZALEZ, Ricardo Alonso; BRUNI, Adriano Leal. Heurísticas Afetivas no Mercado de Ações Brasileiro: um estudo quase-experimental com investidores. **Revista Enanpad**, vol. 1, Rio de Janeiro, 2012.

GREVE, Henrich R. The building of the behavioral theory of the firm continues. **Journal of Management Inquiry**, v. 24 (3), 2015.

GROSS, Bernard; BIHR, Philippe. **Contrats: tome 1 Ventes civiles et commerciales, baux d'habitation, baux commerciaux**. Presses Universitaires de France: Paris, 1993.

GROSSI, Paolo. Itinerarii Dell'Impresa. In: **Quaderni Fiorentini XXVIII**. Tomo I. Milano: Dott. A. Giuffrè Editore, 1999.

GROSSI, Paolo. Para além do subjetivismo jurídico moderno. In: FONSECA, Ricardo Marcelo; SEELAENDER, Ailton Cerqueira Leite. **História do Direito em Perspectiva: do Antigo Regime à Modernidade**. Curitiba: Juruá Editora, 2008.

HAUCAP, Justus. Bounded Rationality and competition policy. In: DREXL, Josef; KERBER, Wolfgang; PODSZUN, Rupprecht (ed.). **Competition Policy and the Economic Approach**: foundations and limitations. Northampton: Edward Elgar, 2011.

HESPANHA, António Manuel. **Cultura Jurídica Europeia. Síntese de um Milênio**. Florianópolis: Fundação Boiteux, 2005.

HEUKELOM, Floris. **Behavioral Economics**: a history. Cambridge: Cambridge University Press, 2014.

HIRSCH, Werner Z. **Law and Economics: an introductory analysis**. Nova Iorque e Londres: Academic Press, 1979.

HUSSAIN, M.; SHAH, S. Z. A.; LATIF, K.; BASHIR, U.; YASIR, M. Hindsight bias and investment decisions making empirical evidence from an emerging financial market. **International Journal of Research Studies in Management**, 2013, October, v. 2, n. 2, p. 77-88.

IACOMINI, Marcello Pietro. **Da alienação do estabelecimento comercial**. São Paulo: Livraria Paulista, 2004.

IRTI, Natalino. Examen de Conciencia de um Civilista. In: AJURIA, Luis Rojo (org.). **La Edad de la Descodificación**. Organização e tradução de Luis Rojo Ajuria. Barcelona: Jose Maria Bosch Editora, 1992.

JOLLS, Christine; SUNSTEIN, Cass R.; THALER, Richard H. A Behavioral Approach to Law and Economics. SUNSTEIN, Cass R. (org.) **Behavioral Law & Economics**. New York: Cambridge Press, 2007.

KAHNEMAN, Daniel. **Rápido e Devagar**: duas formas de pensar. Rio de Janeiro: Objetiva, 2012.

KALANSKY, Daniel. **Incorporação de Ações**: estudo de casos e precedentes. São Paulo: Saraiva, 2012.

KANSAL, Priya; SING, Seema. Anchoring Effect in Investment Decision Making – A Systematic Literature Review. **Asia Pacific Journal of Research**, vol I, n. XXXII, outubro de 2015.

KAUFMAN, Bruce E. Integrating Emotions into Economic Theory. In: ALTMAN, Morris (coord). **Handbook of Contemporary Behavioral Economics**: foundations and developments. New York: M.E. Sharpe, 2006.

KELMAN, Mark; ROTTENSTREICH, Yuval; TVERSKY, Amos. Context-Dependence in Legal Decision Making. In: SUNSTEIN, Cass R. (org.). **Behavioral Law & Economics**. New York: Cambridge Press, 2007.

KHAN, Habib Hussain; NAZ, Iram; QURESHI, Fiza; GHAFOR, Abdul. Heuristics and stock buying decision: Evidence from Malaysian and Pakistani stock markets. **Borsa Istanbul Review**, 17-2, 2017.

KLEIN, Vinícius. **Os Contratos Empresariais de Longo Prazo**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2015.

KLEIN, Vinícius. **A Economia dos Contratos**: uma análise microeconômica. Curitiba: CRV, 2015.

KOBUS, Renata Carvalho. **Estado e Poder Econômico**: a necessidade de intervenção estatal para a garantia da concorrência. São Paulo: Novas Edições Acadêmicas, 2018.

KOROBKIN, Russel. Behavioral Economics, Contract Formation, and Contract Law. In: SUNSTEIN, Cass R. (org.). **Behavioral Law & Economics**. New York: Cambridge Press, 2007.

KURAN, Timur; SUNSTEIN, Cass R. Controlling Availability Cascades. In: SUNSTEIN, Cass R. (org.). **Behavioral Law & Economics**. New York: Cambridge Press, 2007.

LACERDA, Maurício Andere von Bruck. O contrato de locação comercial no âmbito da transferência do estabelecimento. In: KOURY, Suzy Elizabeth Cavalcante (org.). **Direito Empresarial: os novos enunciados da Justiça Federal**. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

LANGEVOORT, Donald C. Organized Illusions: A Behavioral Theory of Why Corporations Mislead Stock Market Investors (and Cause Other Social Harms). In: SUNSTEIN, Cass R. (org.) **Behavioral Law & Economics**. New York: Cambridge Press, 2007.

LANGEVOORT, Donald C. The Behavioral Economics of Mergers and Acquisitions. **Georgetown Business, Economics & Regulatory Law Research Paper**, n. 10-17, October 2010.

LEE, Jooho. Contracts and Hierarchies: a moral examination of economic theories of the firm. **Business Ethics Quarterly**, v. 28:2, abril 2018.

LEONARDO, Rodrigo Xavier. **Associações sem fins econômicos**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2014.

LEONARDO, Rodrigo Xavier. Os contratos coligados, os contratos conexos e as redes contratuais. In CARVALHOSA, Modesto (coord.). **Tratado de Direito Empresarial**, IV: Contratos mercantis. São Paulo: Revista dos Tribunais, São Paulo, 2016.

LEONARDO, Rodrigo Xavier. Os contratos coligados. In: BRANDELLI, Leonardo (coord). **Estudos em Homenagem à Professora Véra Maria Jacob Fradera**. Porto Alegre: Lejus, 2013.

LIMA, Francisco Rohan de. **A Razão Societária**: reflexões sobre fusões & aquisições e governança corporativa no Brasil. Rio de Janeiro: Renovar, 2015.

LOASBY, B.J. Managerial Decision Processes. **Scottish Journal of Political Economy**, 14.

LOASBY, Brian J. Herbert Simon's Human Rationality. In: EARL, Peter E. (edit.). **The Legacy of Herbert Simon in Economic Analysis**. Vol. 1. Northampton: Edward Elgar Publishing, 2001.

LOPES, Ana Frazão. **Empresa e Propriedade**: função social e abuso de poder econômico. São Paulo: Quartier Latin, 2006.

LOWE, E.A.; SHAW, R.W. Na Analysis of Managerial Biasing: Evidence from a Company's Budgeting Process. **Journal of Management Studies**, 5.

LUPION, Ricardo. **Boa-fé objetiva nos contratos empresariais**: contornos dogmáticos dos deveres de conduta. Porto Alegre: Livraria do advogado, 2011.

MACKAAY, Ejan; ROUSSEAU, Stéphane. **Análise Econômica do Direito**. Tradução de Rachel Sztajn. 2ª ed. São Paulo: Atlas, 2015.

MANKIW, N. Gregory. **Introdução à Economia**: princípios de Micro e Macroeconomia. 2ª ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2001.

MARINHO, Raul. **Prática na Teoria: Aplicações da Teoria dos Jogos e da Evolução dos Negócios**. São Paulo: Saraiva, 2005.

MARQUES, Mário Reis. **Codificação e Paradigmas da Modernidade**. Coimbra: Ed. Coimbra, 2003.

MARTINS, Fran. **Comentários à Lei das Sociedades Anônimas**. v. 3. Rio de Janeiro: Forense, 1978.

MARTINS, Fran. **Contratos e Obrigações Comerciais**. Rio de Janeiro: Forense, 1990.

MASQUELIER, Frédéric; KERGUNIC, Nicolas Simon de; BRANCALEONI, Emmanuel; CALLÈDE, Pierre. **Transmission et cession d'entreprise**: préparation, modalités, aides. 5ª ed. Paris: Éditions Delmas, 2008.

MEIER, Olivier; SCHIER, Guillaume. **Fusions, Aquisitions**: stratégie – finance – management. 4^a ed. Paris: DUNOD, 2012.

MENG, Sijia. **Availability Heuristic Will Affect Decision-making and Result in Bias**. 3rd International Conference on Management Science and Innovative Education, 2017.

MILANEZ, Daniel Yabe. **Finanças Comportamentais no Brasil**. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. 2003.

MINER, Anne S. The Fecundity of Authentic But Incomplete Designs and the Future of The Behavioral Theory of the Firm. **Journal of Management inquiry**, vol. 24(3), 2015.

MONTELS, M. Laffon. **As etapas do capitalismo**. Trad. de Freire Gouvêa. Salvador: Progresso Editora, 1950.

MOREIRA, Egon Bockmann. **Direito das Concessões de Serviço Público: inteligência da Lei 8.987/1995 (Parte Geral)**. São Paulo: Malheiros, 2010.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Aquisição de Controle na Sociedade Anônima**. São Paulo: Saraiva, 2013.

MUNIZ, Ian. **Fusões e Aquisições**: aspectos fiscais e societários. 2^a ed. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

NG, Sijia. **Availability Heuristic Will Affect Decision-making and Result in Bias**. 3rd International Conference on Management Science and Innovative Education, 2017, p. 267-272.

NOGUEIRA, José Carlos da Silva. O contrato de “joint venture” na matéria antitruste. **Revista de Direito Mercantil**: industrial, econômico e financeiro, São Paulo, p. 58-61, jan/mar de 2002.

NORTH, Douglass C. **Institutions, institutional change and economic performance**. New York: Cambridge University Press, 1994.

NORTH, Douglass C. Economic Performance Through Time. **The American Economic Review**, 1994.

OLIVEIRA, Gesner; RODAS, João Grandino. **Direito e Economia da Concorrência**. 2ª edição revista e atualizada de acordo com a Lei 12.529/2011. São Paulo: RT, 2013.

PELA, Juliana Krueger. **As golden shares no direito societário brasileiro**. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

PETITPIERRE-SAUVAIN, Anne. **La cession de controle, mode de cession de l'entreprise**. Genève: Georg, 1977.

PINHEIRO, Armando Castelar; SADDI, Jairo. **Direito, Economia e Mercados**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

PLOUS, Scott. **The psychology of judgment and decision making**. New York: McGraw-Hill, Inc., 1993.

POSNER, Eric. **Análise Econômica do Direito Contratual: sucesso ou fracasso**. Tradução de Luciano Benetti Timm, Cristiano Carvalho e Alexandre Viola. São Paulo: Saraiva, 2010.

POSNER, Richard A. **Para Além do Direito**. Tradução de Evandro Ferreira e Silva. São Paulo: WMF Martins Fontes, 2009.

POSTIGLIONE, Marino Luiz. **Direito Empresarial: o estabelecimento e seus aspectos contratuais**. Barueri: Manole, 2006.

PRICE WATERHOUSE COOPERS. **Fusões e Aquisições em 2019**. Disponível em <https://www.pwc.com.br/pt/estudos/servicos/assessoria-tributaria-societaria/fusoes>

aquisicoes/2019/fusoes-e-aquisicoes-no-brasil-abril-2019.html, acesso em 26 de junho de 2019.

RACHLINSKI, Jeffrey J. A Positive Psychological Theory of Judging in Hindsight. In: SUNSTEIN, Cass R. (org.) **Behavioral Law & Economics**. New York: Cambridge Press, 2007.

RAYNAUD, Benoît. **Droit de l'ingénierie sociétaire**. Paris: Lextenso éditions, 2014.

REQUIÃO, Rubens. **Curso de Direito Comercial**. Vol. I. São Paulo: Saraiva, 1993.

RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. Causa do Negócio e Causa do Contrato na Compra e Venda de Estabelecimento Empresarial e Imóvel: comentário à jurisprudência. **Revista de Direito Empresarial**, Curitiba, n. 5, jan/jun de 2006, pp. 145-158.

RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. DOMINGUES, Victor Hugo. Economia comportamental e direito: a racionalidade em mudança. **Revista Brasileira de Políticas Públicas**, v. 8, n. 2, ago/2018, pp. 457-471.

RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. Racionalidade Limitada. In: RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; KLEIN, Vinícius (orgs.). **O que é Análise Econômica do Direito: uma introdução**. Belo Horizonte: Fórum, 2011.

RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. Teoria Geral dos Contratos Empresariais. In: COELHO, Fábio Ulhoa (org.). **Tratado de Direito Comercial: obrigações e contratos empresariais**. Vol. 5. São Paulo: Saraiva, 2015.

RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; ALVES, Giovani Ribeiro Rodrigues. Negócios Jurídicos Processuais nas Relações Societárias Brasileiras: “quanto custa o ônus da prova”? In: RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; CARAMÊS, Guilherme Bonato Campos (coords.). **Direito Empresarial e o CPC/2015**. 2ª ed. Belo Horizonte: Fórum, 2018.

RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; ALVES, Giovani Ribeiro Rodrigues. Desenvolvimento e Reforma Institucional: os exemplos do BNDES e das Sociedades Estatais no Brasil. In: SILVEIRA, Vladimir Oliveira da; SANCHES, Samyra Naspolini; COUTO, Monica Benetti

(orgs.). **Direito e desenvolvimento no Brasil do século XXI**. Brasília: IPEA, CONPEDI, 2013.

RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; GALESKI JUNIOR, Irineu;. **Teoria geral dos contratos: contratos empresariais e análise econômica**. 2ª ed. Rio de Janeiro: Revista dos Tribunais, 2015.

RIBEIRO, Renato Ventura. Incorporação de Companhia Controlada. In: WARDE JR., Walfrido Jorge (Coord.). In: WARDE JR., Walfrido Jorge (Coord.). **Fusão, Cisão, Incorporação e Temas Correlatos**. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

RICCI, Paolo; TOMIO, Fabrício. O Poder da Caneta: a Medida Provisória no processo legislativo estadual. **Revista Opinião Pública**, Campinas, vol. 18, novembro de 2012.

RICHTER, Rudolf. The New Institutional Economics – its start, its meaning, its prospects. **European Business Organization Law Review**, July 2015.

RIESKAMP, Jorg; HERTWIG, Ralph; TODD, Peter M. Bounded Rationality: two interpretations from psychology. ALTMAN, Morris (coord). **Handbook of Contemporary Behavioral Economics: foundations and developments**. New York: M.E. Sharpe, 2006.

ROCCO, Alfredo. **Princípio de Direito Comercial**. Tradução de Ricardo Rodrigues Gama. Campinas: LZN, 2003.

ROCHA, Bruno Anunciação; GALUPPO, Marcelo Campos. Paternalismo libertário no Estado Democrático de Direito. **Revista de Informação Legislativa**, 53, n. 210, abr/jun de 2016, pp. 135-148.

ROCHA, Dinir Salvador Rios da Rocha. Visão geral de *due diligence*: breves aspectos teóricos e práticos. In: ROCHA, Dinir Salvador Rios da; QUATTRINI, Larissa Teixeira (Coords.). **Fusões, Aquisições, Reorganizações Societárias e Due Diligence**. São Paulo: Saraiva, 2014.

RODRIGUES, Ana Carolina. A incorporação de companhia controlada pela companhia controladora em face do art. 264 da Lei n. 6404/76 e o parecer de orientação CVM n.

35. In: PRADO, Viviane Muller; CARMO, Lie Uema do. (orgs.). **Estudos Empíricos Sobre Temas do Direito Societário**. São Paulo: Saraiva, 2012.

RODRIGUES, Vasco. **Análise Económica do Direito**: uma introdução. 2ª ed. Coimbra: Almedina, 2016.

ROLDÃO, Nuno Moura; TEIXEIRA, Ana Guedes. O processo de auditoria legal. In: CÂMARA, Paulo (coord.). **Aquisição de Empresas**. Coimbra: Coimbra Editora, 2011.

ROSA, Luiz Carlos Goiabeira; BIZELLI, Rafael Ferreira, FÉLIX, Vinícius Cesar. Vulnerabilidade e hipossuficiência no contrato existencial de consumo. **Scientia Iuris**, Londrina, v. 21, n. 1, p.155-188, mar. 2017.

ROSEN, Sherwin. Transactions Costs and Internal Labor Markets. In: WILLIAMSON, Oliver E; WINTER, Sidney G (orgs.). **The Nature of the Firm**: origins, evolution, and development. New York: Oxford University Press, 1993.

SÁ, Fernando Oliveira e. A determinação contingente do preço de aquisição de uma empresa através de cláusulas *earn-out*. In: CÂMARA, Paulo (coord.). **Aquisição de Empresas**. Coimbra: Coimbra Editora, 2011.

SALOMÃO FILHO, Calixto. **Direito Concorrencial**: as condutas. São Paulo: Malheiros, 2003.

SALOMÃO FILHO, Calixto. **Direito Concorrencial**: as estruturas. 3a ed. São Paulo: Malheiros, 2007.

SALOMÃO FILHO, Calixto. **O novo direito societário**. São Paulo: Malheiros, 1998.

SALOMÃO FILHO, Calixto. **Regulação e Concorrência (estudos e pareceres)**. São Paulo: Malheiros, 2002.

SANTOS, Ana Cordeiro. A arquitetura da escolha: uma análise de economia política. **Revista Jurídica Luso-Brasileira**, ano 3 (2017), n. 6, pp. 253-277.

SANTOS, Boaventura de Sousa. **A crítica da razão indolente**. 3ª ed. São Paulo: Cortez, 2001.

SANTOS, Boaventura de Sousa. **Um discurso sobre as ciências**. 12ª ed. Porto: Edições Afrontamento, 2002.

SARTRE, Jean Paul. **El existencialismo es un humanismo**. Barcelona: Edhasa, 1999.

SATURNINO, Odilon; LUCENA, Pierre. **Valor da Ação e Sentimento do Investidor no Brasil: O Afeto sobrepuja a Razão?** Disponível em <http://sbfin.org.br/files/investimentos-artigo-xv-ebfin-5048.pdf>., aceso em 15 de abril de 2019.

SCHAPIRO, M. Repensando a relação entre estado, direito e desenvolvimento: os limites do paradigma *Rule of Law* e a relevância das alternativas institucionais. **Revista Direito GV**, São Paulo, p. 250, jan/jun de 2010.

SEN, A. **A ideia de justiça**. São Paulo: Companhia das Letras, 2011.

SERRA, Daniel. **Économie Comportementale**. Paris: Economica, 2017.

SERVET, Jean-Michel. **L'Économie Comportementale en Question**. Paris: Charles Léopold Mayer Éditions, 2018.

SIMON, Herbert A. **Models of Man. Social and Rational**. Nova Iorque: John Wiley & Sons, Inc., 1956.

SIMON, Herbert. **Administrative Behaviour**. 2ª edição. New York: Macmillan, 1957.

SONTHEIMER, Kevin. Behavioral Versus Neoclassical Economics: paradigma shift or generalization? In: ALTMAN, Morris (coord). **Handbook of Contemporary Behavioral Economics: foundations and developments**. New York: M.E. Sharpe, 2006.

SUNSTEIN, Cass R. (org.). **Behavioral Law & Economics**. Cambridge: Cambridge Press, 2007.

SUNSTEIN, Cass R.; THALER, Richard H. Libertarian Paternalism is not an oxymoron. **Olin Law & Economics Working Paper**, n. 185, 2003.

SUNSTEIN, Cass; MARGALIT, Edna Ullman. Second-Order Decisions. In: SUNSTEIN, Cass R. (org.). **Behavioral Law & Economics**. New York: Cambridge Press, 2007.

SZTAJN, Rachel. **Teoria Jurídica da Empresa: Atividade Empresária e Mercados**. 2ª edição. São Paulo: Atlas, 2010.

TAPSCOTT, Don; TAPSCOTT, Alex. **Blockchain Revolution**: how the technology behind bitcoin and others cryptocurrencies is changing the world. New York: Portfolio, 2018.

TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. **Das sociedades anônimas do direito brasileiro**. São Paulo: Ed. José Bushatsky, 1979.

THALER, Richard H. **Comportamento Inadequado**. Coimbra: Actual, 2015.

THALER, Richard. **Misbehaving**: a construção da economia comportamental. Rio de Janeiro: Intrínseca, 2019.

THALER, Richard; SUNSTEIN, Cass. **NUDGE**: improving decisions about health, wealth and happiness. London: Penguin Books, 2009.

THOMPSON, John B. **Ideologia e cultura moderna: teoria social crítica na era dos meios de comunicação em massa**. Tradução de Carmen Grisci *et al.* Petrópolis: Vozes, 1998.

TOKARS, Fábio. **Estabelecimento Empresarial**. São Paulo: LTr, 2006.

TOURAINÉ, Alain. **Crítica da Modernidade**. Tradução de Elia Ferreira Edel. Petrópolis: Vozes, 1994.

TVERSKY, Amos; KAHNEMAN, Daniel. Julgamento sob incerteza: heurísticas e vieses. In: Kahneman, Daniel. **Rápido e Devagar**: duas formas de pensar. Rio de Janeiro: Objetiva, 2012.

ULEN, Thomas S. Behavioral Law and Economics. In: ALTMAN, Morris (coord.). **Handbook of Contemporary Behavioral Economics**: foundations and developments. New York: M.E. Sharpe, 2006.

VANDERLINDEN, J. **Le concept de code en Europe occidentale du XIIIe au XIXe siècle. Essai de définition**. Bruxelles: L'Institut de Sociologie de l'Université Libre de Bruxelles, 1967.

VANE, Howard; MULHEARN, Chris (eds). **James M. Buchanan, Gary S. Becker, Daniel Kahneman and Vernon L. Smith**. Northampton: Edward Elgar Publishing Inc, 2012.

VELASCO, Elisabet Saffouri. **Setting the boundaries between efficient and inefficient drafting practices: a case study of MAC clauses in private M&A deals in the U.S. and the UK jurisdictions**. *Master Thesis* apresentada em 24 de agosto de 2018 na Maastricht University, p. 3. Acesso em https://www.researchgate.net/profile/Elisabet_Saffouri_Velasco/publication/327468034_Setting_the_boundaries_between_efficient_and_inefficient_drafting_practices_A_case_study_of_MAC_clauses_in_private_MA_deals_in_the_US_and_the_UK_jurisdictions/links/5b9107ad299bf114b7ff78e0/Setting-the-boundaries-between-efficient-and-inefficient-drafting-practices-A-case-study-of-MAC-clauses-in-private-M-A-deals-in-the-US-and-the-UK-jurisdictions.pdf?origin=publication_detail, em 30 de junho de 2019.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **Direito Comercial**: teoria geral. 4ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2014.

VERÇOSA, Haroldo. **Contratos Mercantis e a Teoria Geral dos Contratos**: o Código Civil de 2002 e a Crise do Contrato. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

VILLEVAL, Marie Claire. **L'économie comportementale du marché du travail**. Paris: Presses de Sciences Po, 2016.

WALD, Arnoldo; MORAES, Luiza Rangel de; WAISBERG, Ivo. Fusões, incorporações e aquisições – aspectos societários, contratuais e regulatórios. In: WARDE JR., Walfrido Jorge (Coord.). **Fusão, Cisão, Incorporação e Temas Correlatos**. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

WANDERER, Bertrand. **Lesão e Onerosidade Excessiva nos Contratos Empresariais**. São Paulo: Saraiva, 2018.

WIEACKER, Franz. **História do Direito Privado Moderno**. 2ª ed. Tradução de A. M. Botelho Hespanha. Lisboa: Fundação Calouste Gulbenkian, 1967.

WILLIAMSON, Oliver E. Introduction. WILLIAMSON, Oliver E; WINTER, Sidney G. **The Nature of the Firm**: origins, evolution, and development. New York: Oxford University Press, 1993.

WILLIAMSON, Oliver. **The economic institutions of capitalism**: firms, markets, relational contracting. New York: The Free Press, 1985.

WILLIAMSON, Oliver. The Logic of Economic Organization. In: WILLIAMSON, Oliver E; WINTER, Sidney G (orgs.). **The Nature of the Firm**: origins, evolution, and development. New York: Oxford University Press, 1993.

WILLIAMSON, Oliver. **The Mechanisms of Governance**. New York: Oxford University Press, 1996.

WILLIAMSON, Oliver. **The economic institutions of capitalism**: firms, markets, relational contracting. New York: The Free Press, 1985.

WILSON, Bart J. Using experimental economics to understand competition. In: DREXL, Josef; KERBER, Wolfgang; PODSZUN, Rupprecht (eds.). **Competition Policy and the Economic Approach**: foundations and limitations. Northampton: Edward Elgar, 2011.

ZAMIR, Eyal; TEICHMAN, Doron. **Behavioral Law and Economics**. Oxford: Oxford University Press, 2018.