Sandro Wainstein

FUSÕES & AQUISIÇÕES

Uma abordagem prática e objetiva

2027

EDITORA JusPODIVM

www.editorajuspodivm.com.br

4

ESTUDOS DE CASOS

A análise de estudos de casos concretos constitui instrumento metodológico indispensável para a compreensão das operações de fusões e aquisições, na medida em que permite confrontar os modelos teóricos desenvolvidos no âmbito da economia, da estratégia empresarial e do direito com a realidade empírica dos mercados[1]. Em um campo marcado por elevada complexidade decisória, assimetrias informacionais e escolhas realizadas sob incerteza, a observação empírica revela-se essencial para aferir se – e em que condições – o crescimento inorgânico efetivamente gera valor.

A literatura especializada demonstra de forma consistente que as operações de M&A não produzem valor de maneira automática. Ao contrário, parcela significativa das transações resulta em destruição de valor para os acionistas do adquirente, especialmente quando associada a sobrepreço, falhas de governança, problemas de agência e integração pós-fechamento inadequada[2]. Nesse contexto, os estudos de caso cumprem papel crítico, ao evidenciar como decisões de valuation, desenho contratual e estrutura de governança impactam diretamente os resultados econômicos da operação.

---

1. GHAUGHAN, Patrick A. *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*. 6. ed. Hoboken: Wiley, 2015, p. 3-12.
2. GHAUGHAN, Patrick A., p. 451-456.

Sob a ótica da análise econômica do direito, os casos examinados permitem compreender como escolhas jurídicas, frequentemente tratadas como meramente formais, influenciam a alocação de riscos, os incentivos dos agentes e os custos de transação envolvidos[3].

Os casos serão apresentados em dois grupos. O primeiro reúne operações estruturadas predominantemente dentro de um mesmo ambiente institucional e regulatório, ainda que envolvendo grupos com atuação internacional. O segundo reúne operações transfronteiriças *cross border* propriamente ditas, nas quais a interação entre diferentes jurisdições constitui elemento central do risco jurídico e econômico da transação.

4.1 CASOS DE CONSOLIDAÇÃO, REESTRUTURAÇÃO E CRIAÇÃO (OU DESTRUIÇÃO) DE VALOR

4.1.1 A consolidação da Ambev no grupo AB InBev

A consolidação que culminou na formação da Anheuser-Busch InBev, com participação central da Ambev, é amplamente reconhecida como um dos exemplos mais consistentes de criação de valor sustentável por meio de fusões e aquisições. O êxito da operação não decorreu de expectativas genéricas de crescimento, mas de um racional econômico claramente definido, centrado na obtenção de escala global, na padronização rigorosa de processos produtivos e logísticos e na imposição de disciplina financeira estrita[4].

Elemento decisivo para o sucesso da operação foi a arquitetura de governança adotada. Em organizações de grande porte e estrutura complexa, os custos de agência tendem a se intensificar, exigindo mecanismos eficazes de alinhamento entre gestores e acionistas. No caso da AB InBev, sistemas de incentivos fortemente vinculados à performance, combinados com estruturas claras

3. COOTER, Robert; ULEN, Thomas. *Law and Economics*. 6. ed. Boston: Pearson, 2012, p. 91-110.

4. GHAUGHAN, Patrick A., p. 219-245.

de controle, permitiram mitigar comportamentos oportunistas e assegurar a execução das sinergias projetadas[5].

Sob a perspectiva da teoria dos custos de transação, a consolidação pode ser interpretada como escolha eficiente de estrutura de governança, uma vez que a internalização de atividades estratégicas reduziu custos de coordenação e ampliou o controle sobre ativos específicos, em consonância com a análise desenvolvida por Williamson[6]. O caso confirma a tese de que a criação de valor em M&A depende menos do ato aquisitivo em si e mais da capacidade de estruturar mecanismos organizacionais que viabilizem a execução econômica da estratégia.

4.1.2 A aquisição da Pixar pela Disney

A aquisição da Pixar pela Disney representa caso paradigmático de sucesso em M&A envolvendo ativos intensivos em criatividade, conhecimento tácito e capital humano altamente especializado. Diferentemente de setores industriais tradicionais, nos quais a integração hierárquica tende a gerar ganhos de eficiência, nesse contexto a absorção plena da empresa adquirida representaria risco concreto de destruição de valor[7].

O elemento central da operação foi a decisão deliberada de preservar a autonomia organizacional, cultural e criativa da Pixar. Essa escolha revela elevado grau de sofisticação econômica, ao reconhecer que os custos internos de coordenação poderiam superar os benefícios da hierarquia. A literatura sobre integração pós-fusão demonstra que a internalização excessiva pode sufocar capacidades organizacionais críticas, especialmente quando o valor do ativo reside em processos criativos não replicáveis[8].

---

5. JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. *Theory of the Firm*. Journal of Financial Economics, 1976.
6. WILLIAMSON, Oliver E. *The Economic Institutions of Capitalism*. New York: Free Press, 1985.
7. HASPESLAGH, Philippe; JEMISON, David. *Managing Acquisitions*. New York: Free Press, 1991.
8. HASPESLAGH; JEMISON, p. 103-128.

O caso Pixar–Disney evidencia que a criação de valor em M&A depende da adequação entre o modelo de integração adotado e a natureza econômica dos ativos adquiridos, confirmando os limites econômicos da integração vertical em determinados contextos.

4.1.3 A aquisição do Instagram pelo Facebook

A aquisição do Instagram pelo Facebook constitui exemplo emblemático de operação orientada à opcionalidade estratégica, mais do que à geração imediata de fluxos de caixa. À época da transação, o Instagram apresentava receitas incipientes, o que levou parte do mercado a questionar o valor pago. Todavia, o racional econômico da operação residia na capacidade do ativo de redefinir a estrutura concorrencial do setor e reduzir incertezas estratégicas futuras[9].

A incorporação do Instagram permitiu ao Facebook internalizar um vetor de inovação potencialmente disruptivo, eliminar concorrência futura e reorganizar o mercado em seu favor. O caso demonstra que o valor econômico de um ativo pode manifestar-se de forma estrutural e dinâmica, e não apenas por métricas financeiras de curto prazo[10].

4.1.4 Oracle e Sun Microsystems

A aquisição da Sun Microsystems pela Oracle ilustra criação de valor associada à reconfiguração estratégica de um ativo em declínio. Diferentemente de aquisições orientadas ao crescimento, a operação teve como objetivo redefinir os fluxos de caixa futuros do ativo adquirido por meio da integração vertical da pilha tecnológica[11].

---

9. PORTER, Michael E. *Competitive Strategy*. New York: Free Press, 1980.
10. PORTER, Michael E., p. 300-315.
11. DAMODARAN, Aswath. *Investment Valuation*. 3. ed. New York: Wiley, 2012.

Damodaran sustenta que aquisições apenas criam valor quando aumentam os fluxos de caixa esperados ou reduzem o risco do negócio combinado[12]. No caso analisado, a Oracle foi capaz de exercer controle estratégico efetivo sobre os ativos adquiridos, integrando hardware, sistema operacional e software em uma oferta coerente e controlada, convertendo uma empresa isoladamente fragilizada em componente central de sua estratégia de longo prazo.

4.1.5 Louis Vuitton e Moët & Chandon (LVMH)

A formação do grupo LVMH representa caso singular de criação de valor em setores intensivos em ativos intangíveis, especialmente marcas. A lógica econômica da consolidação não esteve centrada na redução de custos, mas na preservação de margens elevadas, no fortalecimento do poder de precificação e na estabilidade dos fluxos de caixa ao longo do tempo[13].

A governança do grupo foi estruturada de modo a equilibrar controle estratégico centralizado e autonomia operacional das marcas, evitando a homogeneização que poderia comprometer o valor simbólico dos ativos adquiridos.

4.1.6 A fusão entre AOL e Time Warner

A fusão entre AOL e Time Warner tornou-se símbolo clássico de destruição de valor em operações de M&A. Estruturada em contexto de euforia tecnológica, a transação incorporou expectativas excessivamente otimistas quanto à convergência entre mídia tradicional e internet, sustentadas por valuation inflado e projeções irrealistas de crescimento[14].

---

12. DAMODARAN, Aswath, p. 671-702.
13. KELLER, Kevin Lane. *Strategic Brand Management*. 4. ed. New York: Pearson, 2013.
14. ROLL, Richard. *The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers*. Journal of Business, 1986.

Além do sobrepreço, a operação revelou falhas graves de governança no pós-fechamento. A inexistência de um centro decisório claro, aliada ao choque entre culturas organizacionais profundamente distintas, elevou drasticamente os custos de coordenação e inviabilizou a execução das sinergias anunciadas.

4.1.7 Gafisa e Tenda

A aquisição da Tenda pela Gafisa ilustra, no contexto brasileiro, os riscos associados à expansão inorgânica acelerada em setores altamente sensíveis a ciclos econômicos e restrições institucionais. O *valuation* da operação incorporou premissas excessivamente otimistas quanto à expansão da demanda e à captura de sinergias operacionais, subestimando riscos estruturais do setor[15].

A ausência de mecanismos eficazes de integração operacional e controle financeiro agravou assimetrias informacionais e elevou custos de transação, convertendo expectativas de crescimento em destruição de valor.

4.1.8 Sadia e Perdigão (BRF)

A fusão entre Sadia e Perdigão, que deu origem à BRF, constitui caso paradigmático de M&A defensiva, no qual a preservação institucional e a continuidade operacional assumiram papel central, ao lado – e, em certos aspectos, acima – da criação imediata de valor econômico. A operação foi condicionada por severa crise financeira enfrentada pela Sadia, decorrente de exposições cambiais mal estruturadas, o que impôs restrições significativas ao desenho da transação[16].

15. GHAUGHAN, Patrick A., p. 451-456.
16. CADE. *Ato de Concentração nº 08012.004423/2009-18 – Sadia/Perdigão*. Brasília, 2011.

O racional econômico da fusão esteve associado à recomposição da estrutura financeira, à preservação de ativos estratégicos e à manutenção da competitividade internacional do grupo resultante. Diferentemente de aquisições orientadas exclusivamente ao crescimento, tratou-se de operação de reorganização estrutural, cujo objetivo primordial era evitar a destruição sistêmica de valor e assegurar a sobrevivência de uma das partes.

Sob a ótica concorrencial, a operação envolveu elevado grau de concentração de mercado, exigindo intervenção rigorosa do CADE. A aprovação condicionada da fusão, com imposição de restrições estruturais e comportamentais, evidencia que a eficiência econômica da operação esteve intrinsecamente vinculada ao controle institucional exercido pelo Estado [17] Esse aspecto revela que, em determinados contextos, a criação de valor privado em M&A depende da compatibilização com objetivos públicos de preservação da concorrência.

Do ponto de vista da governança e da integração pós-fechamento, a operação apresentou desafios significativos, decorrentes da necessidade de harmonizar culturas organizacionais distintas, estruturas produtivas complexas e cadeias globais de suprimento. A captura de sinergias mostrou-se gradual e seletiva, reforçando a tese de que, em M&A defensivas, a criação de valor é fenômeno de médio e longo prazo, condicionado à estabilidade institucional e à reorganização financeira bem-sucedida.

4.2 CASOS TRANSFRONTEIRIÇOS (*CROSS BORDER*)

As aquisições transfronteiriças analisadas a seguir revelam desafios adicionais decorrentes de diferenças institucionais, culturais e regulatórias entre as jurisdições envolvidas, elementos que se somam, e frequentemente se sobrepõem, aos fatores econômicos e de governança já examinados nos casos anteriores.

17. CADE, voto do relator.

4.2.1 Vodafone e Mannesmann

A aquisição da Mannesmann pela Vodafone constitui um dos exemplos mais emblemáticos de M&A transfronteiriça marcada por sobrepreço e destruição de valor para o adquirente. Realizada em ambiente altamente competitivo e sob intensa pressão de mercado, a operação envolveu disputa acirrada pelo controle de um ativo estratégico no setor de telecomunicações europeu.[18]

Do ponto de vista do *valuation*, a transação foi caracterizada por prêmio elevado, resultante de verdadeira *bidding war* (guerra de lances). Damodaran demonstra que disputas competitivas pelo controle tendem a transferir integralmente e, muitas vezes, mais do que os ganhos esperados da aquisição para os acionistas da empresa-alvo, deixando o adquirente com retorno econômico negativo. No contexto do caso Vodafone-Mannesmann, o "retorno econômico negativo" para o adquirente é a manifestação clássica da Maldição do Vencedor. Esse fenômeno ocorre em processos de *bidding war*, onde o vencedor, para superar seus concorrentes, acaba oferecendo um lance baseado em projeções excessivamente otimistas ou impulsionado pelo "orgulho do comprador" (*hubris*) [19].

Como resultado, o preço final pago (o prêmio elevado) excede o valor intrínseco do ativo e a soma de todas as sinergias possíveis. Assim, embora o adquirente "vença" a disputa pelo controle, ele "perde" financeiramente, pois transfere toda a riqueza esperada da operação para os acionistas da empresa-alvo, restando-lhe um ativo que não remunera o capital investido.

18. GOLDMAN SACHS. Vodafone Acquires Mannesmann in the Largest Acquisition in History. [S. l.]: Goldman Sachs, 2019. Disponível em: https://www.goldmansachs.com/our-firm/history/moments/2000-vodafone-mannesmann-merger. Acesso em: 15 jul. 2026.

19. DAMODARAN, Aswath. Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo. 2. ed. Rio de Janeiro: GEN/Atlas, 2007.

4.2.2 Tata Steel e Corus

A aquisição da Corus pela Tata Steel constitui exemplo ilustrativo dos limites da internacionalização acelerada via M&A, especialmente quando riscos macroeconômicos, institucionais e setoriais são subestimados. O racional econômico da operação esteve associado à busca por acesso a mercados desenvolvidos, tecnologia avançada e diversificação geográfica da produção de aço.[20]

Entretanto, a avaliação da operação incorporou premissas excessivamente otimistas quanto à estabilidade da demanda global e à capacidade de captura de sinergias operacionais em setor altamente cíclico. A crise financeira global que se seguiu à aquisição expôs a fragilidade dessas premissas, comprometendo severamente os fluxos de caixa do grupo resultante.

Sob a ótica da análise econômica do direito, o caso evidencia a relevância dos custos de adaptação *ex post* em ambientes de elevada incerteza. Williamson demonstra que estruturas de governança mal ajustadas ampliam custos de adaptação quando choques externos ocorrem[21]. A combinação entre endividamento elevado, volatilidade de preços e rigidez operacional converteu a aquisição em vetor de destruição de valor no médio prazo.

4.2.3 Kraft e Cadbury

A aquisição da Cadbury pela Kraft Foods constitui exemplo paradigmático de M&A transfronteiriça hostil, marcada por resistência institucional, pressões políticas e dificuldades de legitimação social. Embora o racional econômico da operação estivesse associado à expansão global e à diversificação do portfólio de marcas, o processo de aquisição gerou custos adicionais relevantes.[22]

---

20. TATA STEEL. Tata Steel completes £6.2bn acquisition of Corus Group plc. Comunicado à imprensa, 2 abr. 2007. Disponível em: https://www.tatasteel.com/media/newsroom/press-releases/india/2007/tata-steel-completes-62bn-acquisition-of-corus-group-plc/. Acesso em: 15 jul. 2026.
21. WILLIAMSON, Oliver E. *Transaction Cost Economics*. Journal of Law and Economics, 1979.
22. KRAFT FOODS INC. Form 8-K: announcement of final offer for Cadbury plc. Washington: U.S. Securities and Exchange Commission, 19 jan. 2010. Disponível em: https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/0001103982/000119312510031424/dex991.htm. Acesso em: 15 jul. 2026.

Sob a ótica da governança e da integração, a operação enfrentou dificuldades significativas decorrentes de choques culturais e da percepção pública negativa quanto ao fechamento de unidades produtivas e à descaracterização da identidade da empresa adquirida. A literatura demonstra que aquisições hostis tendem a elevar custos de integração e dificultar a captura de sinergias, especialmente em contextos transfronteiriços[23].

O caso Kraft–Cadbury reforça a tese de que a criação de valor em M&A não depende apenas de coerência estratégica e *valuation* adequado, mas também da capacidade de legitimação institucional e social da operação no ambiente em que se insere.

4.2.4 A fusão Daimler–Chrysler

A fusão entre Daimler-Benz e Chrysler constitui exemplo paradigmático de insucesso decorrente da subestimação de fatores institucionais e culturais. Embora anunciada como "fusão entre iguais", a operação revelou-se aquisição assimétrica, marcada por conflitos de poder, estilos de gestão incompatíveis e visões estratégicas divergentes[24].

A ausência de instrumentos jurídicos e institucionais eficazes para disciplinar conflitos internos ampliou custos de adaptação e comprometeu a eficiência do arranjo organizacional, culminando na alienação posterior da Chrysler[25].

23. HITT, Michael A.; HARRISON, Jeffrey S.; IRELAND, R. Duane. Mergers and acquisitions: a guide to creating value for stakeholders. Oxford: Oxford University Press, 2001.
24. GHAUGHAN, Patrick A., p. 512-520.
25. DAMODARAN, Aswath, p. 735-748.

4.2.5 Aquisição IBM PC Division pela Lenovo

Em 2005, a Lenovo adquiriu a divisão de computadores pessoais da IBM por US$ 1,25 bilhão, tornando se a terceira maior fabricante de PCs do mundo. Este é um dos casos mais estudados de M&A *cross border* porque inverteu o fluxo tradicional: uma empresa de economia emergente (China) adquiriu uma divisão de uma economia avançada (EUA) com alto nível tecnológico e de gestão, o oposto do padrão histórico de aquisições.[26]

Sem o envolvimento de fundos de *private equity* ocidentais, entre eles Texas Pacific Group, Newbridge Capital e General Atlantic Partners, a transação provavelmente não teria se viabilizado. Cada um desses fundos trouxe expertise e credibilidade cruciais para mitigar os riscos financeiros, operacionais e culturais inerentes a uma transação transfronteiriça dessa magnitude. Embora alguns funcionários da divisão de PC da IBM não tenham aceitado a mudança e optado por sair, a maioria manifestou disposição de permanecer, especialmente diante da postura da Lenovo de que a nova empresa seria administrada de forma internacional, com garantias sobre remuneração e benefícios. A Lenovo obteve crescimento substancial de receita na pós-aquisição, indicando desempenho financeiro bem-sucedido apesar dos desafios culturais. Um dos desafios práticos mais destacados foi a integração de duas cadeias de suprimentos de porte considerável, com mercados alvo completamente diferentes e operação até então independente, resolvida a partir de 2006 sob a liderança de um executivo dedicado à consolidação logística.

26. LENOVO GROUP. Lenovo Completes Acquisition of IBM's Personal Computing Division. Comunicado à imprensa, 1 maio 2005. Disponível em: https://news.lenovo.com/pressroom/press-releases/lenovo-completes-acquisition-ibms-personal-computing-division/. Acesso em: 15 jul. 2026.

4.2.6 Aquisição da Shire pela Takeda

A Takeda concluiu a aquisição da Shire em janeiro de 2019, tornando se uma líder biofarmacêutica global, orientada a valores e voltada a P&D, sediada no Japão. É um dos maiores M&As farmacêuticos *cross border* já realizados, e um caso relevante por ter sido conduzido por uma empresa asiática adquirindo uma multinacional ocidental de porte muito superior ao seu histórico de aquisições.[27]

O negócio levou apenas 8 meses entre o anúncio e o fechamento, com forte apoio acionário, tendo recebido aprovação de 89,1% na Takeda e 99,8% na Shire. A Takeda já possuía histórico consolidado de M&A *cross border* e integração pós aquisição, incluindo TiGenix (2018), ARIAD Pharmaceuticals (2017), Nycomed (2011) e Millennium Pharmaceuticals (2008), de modo que o sucesso não foi acidental, mas fruto de um método de integração já testado. A aquisição estrategicamente fortaleceu a presença da Takeda em gastroenterologia e neurociência, dois de seus três núcleos terapêuticos, além de posições de liderança em doenças raras e terapias derivadas de plasma. Para financiar a operação, a Takeda garantiu financiamento permanente com taxas competitivas, resultando em uma taxa de juros combinada de aproximadamente 2,3% sobre sua dívida total, mantendo grau de investimento e meta de retorno à relação dívida líquida sobre EBITDA de 2,0 vezes. Com a aquisição, a receita anual combinada da Takeda superou US$ 30 bilhões.

27. TAKEDA PHARMACEUTICAL CO. Form 20-F: Business Combinations – Acquisition of Shire plc. Washington: U.S. Securities and Exchange Commission, 2019. Disponível em: https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1395064/000139506419000005/takeda20-f.htm. Acesso em: 15 jul. 2026.

4.2.7 Fusão da Fiat Chrysler Automobiles e a Groupe PSA

Em 2021, a Fiat Chrysler Automobiles e a francesa Groupe PSA concluíram uma fusão transfronteiriça estruturada como combinação societária entre iguais (50/50 de posição acionária), criando a Stellantis, com sede em Amsterdã e operações relevantes em Michigan, Itália e França. A operação criou o quarto maior fabricante de veículos do mundo por volume, com cerca de 400 mil funcionários e 14 marcas, entre elas Jeep, Ram, Peugeot, Citroën e Maserati. Na fase de execução, o negócio foi tratado como referência de sucesso: a aprovação acionária foi expressiva em ambas as companhias, o cronograma de fechamento foi cumprido apesar da pandemia, e as sinergias anuais estimadas de custo foram sucessivamente revisadas para cima, superando 5 bilhões de euros ao ano, sem fechamento de fábricas como parte do plano original. O racional estratégico complementava geografias, com a força da FCA na América do Norte e da PSA na Europa e mercados emergentes. [28]

Entretanto, a partir de 2024 a Stellantis enfrentou uma crise relevante de integração e desempenho. O CEO Carlos Tavares, arquiteto da fusão, renunciou em dezembro de 2024 em meio a divergências com o conselho, após o próprio executivo reconhecer publicamente que uma postura que classificou de "arrogante" atrasou a resposta da empresa à queda de vendas nos Estados Unidos. A companhia reduziu suas projeções de lucro de 2024, registrou queda expressiva de receita líquida no terceiro trimestre daquele ano, e viu suas ações recuarem consideravelmente ao longo do período, enquanto concorrentes como a General Motors valorizavam. Analistas do setor apontam como causa estrutural a dificuldade histórica de operar de forma verdadeiramente integrada duas metades de negócio (europeia e norte-americana) com pouquíssima sobreposição de produtos entre si, um desafio de integração operacional que remonta a precedentes como a fusão DaimlerChrysler e a aliança Renault-Nissan.

---

28. STELLANTIS N.V. The merger of FCA and Groupe PSA has been completed. Comunicado à imprensa, 16 jan. 2021. Disponível em: https://www.stellantis.com/en/news/press-releases/2021/january/the-merger-of-fca-and-groupe-psa-has-been-completed. Acesso em: 15 jul. 2026.

4.3 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A análise integrada dos estudos de caso confirma que a criação de valor em fusões e aquisições é fenômeno contingente, dependente da interação entre estratégia, economia e direito. Operações bem-sucedidas apresentam, de modo recorrente, *valuation* disciplinado, governança eficiente, integração compatível com a natureza dos ativos e estruturas contratuais capazes de alinhar incentivos e mitigar comportamentos oportunistas.

Por outro lado, os casos de insucesso evidenciam que a superestimação de sinergias, falhas na arquitetura institucional e negligência de fatores culturais e regulatórios convertem o crescimento inorgânico em vetor de destruição de valor. O crescimento via M&A revela-se, assim, instrumento poderoso, porém estruturalmente arriscado, cuja eficácia depende da articulação rigorosa entre economia, estratégia e direito.

Em operações de fusões e aquisições com elementos transnacionais, a estruturação do negócio demanda uma leitura que transcende a análise econômica da empresa-alvo e incorpora variáveis institucionais próprias de cada jurisdição envolvida. O risco jurídico, nesse contexto, não se limita ao conteúdo do contrato, mas decorre da interação entre diferentes regimes regulatórios, concorrenciais, tributários, societários e culturais, capazes de influenciar diretamente a viabilidade, o custo e o cronograma da operação.

O mapeamento prévio das jurisdições relevantes constitui etapa essencial do desenho do *deal*. A identificação de autorizações governamentais necessárias, especialmente no âmbito concorrencial, afeta não apenas o *timing* do fechamento, mas também a alocação contratual de riscos entre as partes. Condições suspensivas, cláusulas de *break-up fee*[29] e mecanismos de *hell or high*

29. Cláusula contratual que estabelece o pagamento de uma indenização pré-fixada (*fee*, ou seja, o valor da multa) por uma das partes, em regra o comprador ou a parte que desiste da operação, caso a transação não se concretize em razão de desistência injustificada, aceitação de proposta

water[30] passam a desempenhar papel central na distribuição das incertezas regulatórias, refletindo a necessidade de compatibilizar a lógica privada da transação com as exigências do direito público.

No contexto brasileiro, a estrutura jurídica das operações de M&A *cross border* revela peculiaridades relevantes. A aquisição de participações societárias apresenta-se, em regra, como a forma predominante de estruturação, em detrimento da aquisição direta de ativos e passivos, em razão das dificuldades operacionais associadas à transferência de licenças, contratos, empregados e autorizações administrativas. Tal realidade demonstra que a forma jurídica da operação não é neutra, sendo moldada por limitações institucionais e por regimes de responsabilidade sucessória próprios do ordenamento local.

A *due diligence* em operações internacionais assume, ainda, função adicional de contextualização do risco-país. Contingências

---

concorrente (*fiduciary out*, cláusula que permite à parte aceitar oferta superior de terceiro sem incorrer em inadimplemento) ou descumprimento de obrigações assumidas no acordo. Sua função é mitigar o risco de *deal jump* (abandono da negociação em estágio avançado em favor de proposta concorrente) e compensar a parte inocente pelos custos de transação incorridos, tais como *due diligence* (auditoria prévia sobre a situação jurídica, contábil e financeira do alvo), estruturação e exclusividade, funcionando como mecanismo de alocação de risco e desincentivo ao rompimento oportunista da negociação.

30. Cláusula de origem na prática contratual norte-americana pela qual uma das partes, tipicamente o comprador, em operações sujeitas a aprovação antitruste ou regulatória, assume a obrigação de adotar todas as medidas necessárias para obter as aprovações regulatórias exigidas para o fechamento da operação, incluindo a alienação de ativos (*divestiture,* isto é, a venda ou cessão compulsória de ativos ou unidades de negócio exigida pela autoridade regulatória como condição para aprovar a operação) ou a aceitação de restrições impostas pela autoridade competente, independentemente do custo ou da onerosidade envolvida. Trata-se de mecanismo que transfere ao comprador o risco regulatório integral da operação, em contraposição a cláusulas mais brandas como *reasonable best efforts* (obrigação de empregar os melhores esforços razoáveis, sem garantia de resultado) ou *commercially reasonable efforts* (obrigação de empregar esforços comercialmente razoáveis, limitados por critérios de razoabilidade econômica).

tributárias, trabalhistas e ambientais, frequentes no ambiente empresarial brasileiro, nem sempre indicam práticas ilícitas, mas refletem características estruturais do sistema jurídico. A correta compreensão dessas contingências é fundamental para alinhar expectativas entre investidores estrangeiros e vendedores locais, permitindo que riscos sejam adequadamente precificados ou alocados contratualmente, evitando litígios pós-fechamento.

Por fim, a escolha da lei aplicável e do mecanismo de resolução de disputas constitui decisão estratégica em operações *cross border*. A consolidação da arbitragem como foro preferencial em contratos de M&A reflete a busca por previsibilidade, especialização e eficiência na resolução de conflitos. No caso brasileiro, a combinação entre arbitragem e aplicação do direito nacional tem se mostrado especialmente adequada para assegurar a efetividade das cláusulas contratuais e a execução das decisões, reforçando o amadurecimento institucional do país como jurisdição relevante em transações empresariais complexas.