

GUN-JUMPING E ATOS ATÉ O FECHAMENTO DE OPERAÇÕES: A PROTEÇÃO DO INVESTIMENTO NO CONTEXTO DA ANÁLISE PRÉVIA DE ATOS DE CONCENTRAÇÃO

RICARDO VILLELA MAFRA ALVES DA SILVA
Advogado.

ÁREA DO DIREITO: Financeiro e Econômico

RESUMO: O presente trabalho tem como objetivo analisar os limites e a aceitabilidade das restrições impostas por uma parte à outra até a data de fechamento em operações de aquisição ou investimento, tendo em vista os §§ 3.º e 4.º do art. 88 da Lei 12.529/2011. O enfoque do problema será feito à luz do dever de diligência do administrador e da alocação desigual de riscos entre as partes no período entre a data de assinatura dos instrumentos contratuais da operação e seu fechamento, fatores estes que geram a necessidade da adoção de medidas para a proteção do investimento.

PALAVRAS-CHAVE: Direito da concorrência – Dever de diligência – Alocação de riscos – Operações de aquisição – Operações de investimento – *Gun-jumping* – Análise prévia.

ABSTRACT: This study analyzes the limits and acceptability of contractual restrictions imposed by a party upon another until the closing of an acquisition or investment, in view of the gun-jumping provisions set forth in paragraphs 3 and 4 of article 88 of Law no. 12.529/2011. The subject will be addressed taking into account the duty of care of officers and directors and the unequal allocation of risks among the parties of a transaction during the period between signing and closing, which create the need of adopting measures to protect the investment.

KEYWORDS: Competition law – Duty of care – Allocation of risks – Acquisitions – Investments – Gun-jumping – Pre-merger antitrust review.

SUMÁRIO: 1. Introdução – 2. O dever de diligência do administrador e a sistemática das operações de aquisição e investimento: 2.1 Classificação das operações submetidas ao Cade como negócios jurídicos complexos; 2.2 O dever de diligência do administrador; 2.3 O dever de diligência do administrador no contexto dos negócios jurídicos complexos submetidos ao conhecimento do Cade – 3. Atos até o fechamento da operação e *gun-jumping*: 3.1 O conceito de *gun-jumping* em suas duas vertentes essenciais; 3.2 Atos até o fechamento de operações; 3.3 *Gun-jumping* e a proteção do investimento – 4. Conclusão – 5. Bibliografia.

1. INTRODUÇÃO

Embora a política de defesa da concorrência tenha sido efetivamente introduzida no Brasil na década de 1960,¹ foi apenas com a promulgação da Lei 8.884/1994 – que transformou o Conselho Administrativo de Defesa Econômica (Cade) em Autarquia Federal independente e criou o Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência (SBDC)² – que o direito concorrencial passou a ser aplicado de forma consistente.³

Não obstante os avanços da Lei 8.884/1994, a defesa da concorrência sofria de problemas crônicos relacionados principalmente ao desenho institucional do SBDC⁴ e o processo de análise de operações *a posteriori*.⁵⁻⁶ Com o intuito de remediar tais imperfeições, foi promulgada a Lei 12.529/2011. Dentre as diversas mudanças introduzidas pelo diploma, destacam-se: (a) a incorporação da SDE pelo Cade e a transferência de parte das atribuições da Seae⁷ para a Autarquia; (b) a reestruturação interna do Cade, atualmente composto pela Superintendência-Geral, pelo Departamento de Estudos Econômicos e pelo Tribunal Administrativo de Defesa Econômica; (c) a reformulação dos processos

-
1. Com a promulgação da Lei 4.137/1962.
 2. Além do Cade, o SBDC era formado pela Secretaria de Direito Econômico do Ministério da Justiça (SDE) e Secretaria de Acompanhamento Econômico do Ministério da Fazenda (Seae).
 3. Até a promulgação da Lei 8.158/1991, e, subsequentemente, da Lei 8.884/1994, Forgioni relata “surtos de vigência” da Lei 4.137/1962. Cf. FORGIONI, Paula A. *Os fundamentos do antitruste*. 5. ed. São Paulo: Ed. RT, 2012. p. 119 e ss.
 4. A duplicação de trabalhos causada pela existência de dois órgãos de instrução – cujo trabalho era frequentemente revisitado pelo Cade – gerava atrasos na análise de processos. Parte do problema, entretanto, foi resolvido por meio da Portaria Conjunta Seae/SDE 33/2006, que promoveu divisão de tarefas entre as duas secretarias.
 5. Considerando que a análise de atos de concentração insere-se no contexto de atuação preventiva do Cade, a análise *a posteriori* causa diversas complicações, como a dificuldade em desfazer de negócios potencialmente lesivos, mas que já haviam sido implementados, e a distorção gerada pelo exercício de prever efeitos econômicos que, na realidade, já eram sentidos no mercado.
 6. Outras imperfeições, como a falta de remédios para atos de concentração complexos e instrumentos para a repressão a cartéis e condutas anticompetitivas, foram corrigidos por regulamentação infralegal emitida pelas autoridades do SBDC e por alterações na lei.
 7. Atualmente, a atuação da Seae baseia-se apenas na advocacia da concorrência, sem participação na análise de operações ou atos anticoncorrenciais submetidos ao conhecimento do Cade. Cf. art. 19 da Lei 12.529/2011.

administrativos e procedimentos internos do Cade; e (d) a notificação prévia de atos de concentração.

A notificação prévia de atos de concentração é uma das mudanças com maior impacto na política de defesa da concorrência. Desde 29.05.2012, quando a nova Lei entrou em vigor, operações e contratos notificados ao Cade não podem ser implementados antes da aprovação da Autarquia,⁸ sob pena de aplicação de multa e declaração de nulidade dos atos praticados. Conclui-se, portanto, que a aprovação do Cade é, atualmente, condição suspensiva⁹ para os negócios jurídicos cuja notificação à Autarquia seja obrigatória nos termos da Lei 12.529/2011.

Os atos de implementação prematura, isto é, aqueles adotados com o intuito de implementar a operação antes de sua aprovação pelo Cade, são denominados *gun-jumping*. De modo geral, atos de *gun-jumping* ocorrem na hipótese de troca de ativos ou interação entre as partes de uma operação sob análise do Cade, em prejuízo de sua independência empresarial e das condições de concorrência entre si,¹⁰ assim como no caso de troca de informações sensíveis, exceto quando estritamente necessário para a celebração do instrumento formal que vincule as partes.¹¹

A Lei 12.529/2011 e a regulamentação infralegal do Cade não estabelecem critérios para determinar o nível de interação aceitável entre as partes de uma

8. Cf. art. 88, § 3.º, da Lei 12.529/2011:

"Art. 88. (...) § 3.º Os atos que se subsumirem ao disposto no *caput* deste artigo não podem ser consumados antes de apreciados, nos termos deste artigo e do procedimento previsto no Capítulo II do Título VI desta Lei, sob pena de nulidade, sendo ainda imposta multa pecuniária, de valor não inferior a R\$ 60.000,00 (sessenta mil reais) nem superior a R\$ 60.000.000,00 (sessenta milhões de reais), a ser aplicada nos termos da regulamentação, sem prejuízo da abertura de processo administrativo, nos termos do art. 69 desta Lei."

9. Nos termos do art. 125 da Lei 10.406/2002, "[s]ubordinando-se a eficácia do negócio jurídico à condição suspensiva, enquanto esta se não verificar, não se terá adquirido o direito, a que ele visa".

10. Conforme disposto no art. 88, § 4.º, da Lei 12.529/2011: "[a]té a decisão final sobre a operação, deverão ser preservadas as condições de concorrência entre as empresas envolvidas, sob pena de aplicação das sanções previstas no § 3.º deste artigo."

11. Cf. art. 108, § 2.º, da Res. Cade 1/2012: "[a]s partes deverão manter as estruturas físicas e as condições competitivas inalteradas até a apreciação final do Cade, sendo vedadas, inclusive, quaisquer transferências de ativos e qualquer tipo de influência de uma parte sobre a outra, bem como a troca de informações concorrencialmente sensíveis que não seja estritamente necessária para a celebração do instrumento formal que vincule as partes".

operação antes de sua aprovação, o que pode causar insegurança jurídica e dificuldades na negociação e celebração de negócios jurídicos. Nesse sentido, é prática corrente na dinâmica empresarial, principalmente em negócios envolvendo aquisições e investimentos, que a parte interessada conduza uma avaliação técnica e jurídica dos ativos a serem adquiridos ou investidos.¹² Além disso, em razão do lapso de tempo entre a assinatura dos instrumentos contratuais e a sua efetiva implementação em operações submetidas ao conhecimento do Cade, é natural que a parte interessada imponha restrições na condução de negócios ou utilização de ativos que serão adquiridos ou receberão investimentos, para assegurar que seu valor econômico será mantido até o fechamento da operação.

Diante desse contexto, o objetivo do presente trabalho é analisar a aceitabilidade das restrições contratuais impostas por uma parte à outra até o fechamento de operações de aquisição e investimento, tendo em vista: (i) a obrigação de manutenção das condições de concorrência entre as partes imposta pela Lei 12.529/2011; (ii) o dever de diligência do administrador¹³ imposto pela Lei 6.404/1976¹⁴ e, também, pelo Código Civil de 2002 (Lei

12. Tal avaliação implicará na troca de informações sensíveis entre as partes. No entanto, é razoável supor que essa troca de informação é permitida pelo art. 108, § 2.º, da Res. Cade 1/2012 (não é punível a troca de informações “estritamente necessária para a celebração do instrumento formal que vincule as partes”).

13. Para os fins do presente artigo, parte-se do pressuposto que a maior parte das operações submetidas ao Cade são conduzidas por sociedades empresárias. Apesar de o presente trabalho não apresentar dados que comprovem essa afirmação, a premissa é razoável, tendo em vista que a própria racionalidade da Lei 12.529/2011 parte desse pressuposto (vide, por exemplo, as noções de faturamento e grupo econômico utilizadas pela lei). Não se despreza, entretanto, a importância que os fundos de investimento têm apresentado nos últimos anos na realização de operações, inclusive tendo merecido regras específicas pela regulamentação infralegal do Cade. Não obstante, o administrador de tais entidades (solidariamente com o gestor, se aplicável) também se sujeita a regras estritas de cuidado e diligência na condução de negócios, conforme se extrai do art. 65 da IN 409/2004 da Comissão de Valores Mobiliários. Além disso, o termo administrador será aqui empregado em sentido amplo, compreendendo administradores de sociedades de responsabilidade limitada, empresárias ou não, diretores e membros do conselho de administração de companhias e, de forma geral, todos aqueles que ocupem posições dentro da estrutura de governança de sociedades que impliquem na existência de deveres fiduciários com relação a seus sócios, acionistas e investidores.

14. “Art. 153 O administrador da companhia deve empregar, no exercício de suas funções, o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios.”

10.406/2002),¹⁵ e (iii) a necessária realocação de risco entre as partes de uma operação no período entre assinatura dos instrumentos contratuais e fechamento. Desse modo, buscar-se-á demonstrar que a proibição dos §§ 3.º e 4.º do art. 88 da Lei 12.529/2011 não pode ser entendida de forma absoluta com relação aos atos até o fechamento, devendo ser interpretada à luz do dever de diligência dos administradores e da necessidade de proteção do investimento até a aprovação do Cade.

2. O DEVER DE DILIGÊNCIA DO ADMINISTRADOR E A SISTEMÁTICA DAS OPERAÇÕES DE AQUISIÇÃO E INVESTIMENTO

2.1 *Classificação das operações submetidas ao Cade como negócios jurídicos complexos*

Uma das principais alterações na política de defesa da concorrência introduzidas pela Lei 12.529/2011 foi a especificação de atos sujeitos à aprovação do Cade. Ao contrário do art. 54¹⁶ da Lei 8.884/1994, que previa hipótese abrangente para notificação de atos ao Cade, os arts. 88¹⁷ e

15. "Art. 1.011. O administrador da sociedade deverá ter, no exercício de suas funções, o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração de seus próprios negócios."

16. "Art. 54. Os atos, sob qualquer forma manifestados, que possam limitar ou de qualquer forma prejudicar a livre concorrência, ou resultar na dominação de mercados relevantes de bens ou serviços, deverão ser submetidos à apreciação do Cade.
(...).

§ 3.º Incluem-se nos atos de que trata o *caput* aqueles que visem a qualquer forma de concentração econômica, seja através de fusão ou incorporação de empresas, constituição de sociedade para exercer o controle de empresas ou qualquer forma de agrupamento societário, que implique participação de empresa ou grupo de empresas resultante em vinte por cento de um mercado relevante, ou em que qualquer dos participantes tenha registrado faturamento bruto anual no último balanço equivalente a R\$ 400.000.000,00 (quatrocentos milhões de reais)."

17. "Art. 88. Serão submetidos ao Cade pelas partes envolvidas na operação os atos de concentração econômica em que, cumulativamente:

I – pelo menos um dos grupos envolvidos na operação tenha registrado, no último balanço, faturamento bruto anual ou volume de negócios total no País, no ano anterior à operação, equivalente ou superior a R\$ 400.000.000,00 (quatrocentos milhões de reais); e

II – pelo menos outro grupo envolvido na operação tenha registrado, no último balanço, faturamento bruto anual ou volume de negócios total no País, no ano anterior à operação, equivalente ou superior a R\$ 30.000.000,00 (trinta milhões de reais)."

90¹⁸ da Lei 12.529/2011 estabelecem critérios mais claros para a obrigatoriedade de notificar. De modo geral, apenas operações de maior complexidade se enquadram nas hipóteses de notificação obrigatória da Lei 12.529/2011.¹⁹

Por esse motivo, os negócios jurídicos submetidos ao Cade caracterizam-se por alto grau de complexidade, sendo a obrigação principal adimplida mediante a execução de diversos atos e obrigações acessórias. No caso específico dos negócios jurídicos analisados no escopo do presente estudo, isto é, aquisições de ativos e investimentos, a implementação da operação é integrada por diversos atos, entre os quais se pode citar: (i) obrigações acessórias, como a cláusula penal, cláusula de não concorrência e não aliciamento e cláusula de indenização; e (ii) deveres anexos de conduta, como prestação de declarações e garantias, assinatura de documentos relacionados à implementação da obrigação principal²⁰ e dever de prestar informações e realizar determinados atos até a data de fechamento. Todas as obrigações acessórias e deveres anexos de conduta citados acima incidem sobre as prestações principais, que serão, conforme o caso, o pagamento do preço e transferência de propriedade do ativo ou a realização do investimento mediante a respectiva transferência de participação no ativo, negócio ou empreendimento investido.

A obrigação acessória, “não tendo existência em si, depende de outra a que adere ou de cuja sorte depende”.²¹ Portanto, enquanto não aprovada a

18. “Art. 90. Para os efeitos do art. 88 desta Lei, realiza-se um ato de concentração quando:

I – 2 (duas) ou mais empresas anteriormente independentes se fundem;

II – 1 (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 outras empresas;

III – 1 (uma) ou mais empresas incorporam outra ou outras empresas; ou

IV – 2 (duas) ou mais empresas celebram contrato associativo, consórcio ou *joint venture*.

Parágrafo único. Não serão considerados atos de concentração, para os efeitos do disposto no art. 88 desta Lei, os descritos no inc. IV do *caput*, quando destinados às licitações promovidas pela Administração Pública Direta e Indireta e aos contratos delas decorrentes.”

19. Vale ressaltar que, de acordo com o § 7.º do art. 88 da Lei 12.529/2011, o Cade pode requerer a notificação de qualquer operação que não se enquadre nos critérios de submissão obrigatória em até um ano após sua consumação.

20. Como por exemplo, no caso de operações societárias, atas de assembleia, alterações contratuais, livros de transferência de ações, dentre outros.

21. PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de direito civil: teoria geral das obrigações*. 20. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2004. p. 121.

operação pelo Cade, a eficácia das obrigações acessórias seguem a sorte da obrigação principal, que somente será válida e eficaz quando cumprida a condição suspensiva imposta pela Lei 12.529/2011. Os deveres anexos de conduta, por sua vez, são aqueles “que embora não interessem diretamente à prestação principal, e nem forneça, num primeiro momento, ação autônoma de cumprimento, são todavia essenciais ao concreto processamento da relação obrigacional em que a prestação se integra”.²²⁻²³

Assim, como nota preliminar para a questão abordada neste estudo, deve-se mencionar que os negócios jurídicos apresentados ao conhecimento do Cade são complexos, sendo compostos por diversas obrigações acessórias e deveres anexos, que não se confundem com a obrigação principal da operação. Interpretar os §§ 3.º e 4.º do art. 88 da Lei 12.529/2011 como uma proibição geral à realização de qualquer ato pelas partes antes da aprovação do Cade seria uma afronta aos princípios da boa-fé contratual – que exigem a colaboração das partes na negociação e execução de contratos – além de poder inviabilizar a maior parte das operações que se enquadrem nos critérios legais de notificação obrigatória.

2.2 O dever de diligência do administrador

Os administradores²⁴ de sociedades têm, com relação aos sócios, acionistas e investidores em geral, deveres fiduciários, na medida em que atuam na

22. GUERRERO, Camilo Augusto Amadio. Notas elementares sobre a estrutura da relação obrigacional e os deveres anexos de conduta. In: TEPEDINO, Gustavo José Mendes; FACHIN, Luiz Edson. *Doutrinas Essenciais: Obrigações e Contratos*. Rio de Janeiro: Ed. RT, 2011. vol. 1, p. 589.

23. Tais atos inserem-se no contexto da moderna abordagem da obrigação enquanto processo que, ao invés de enxergar a relação obrigacional como estática e polarizada, interpreta-a como um processo composto de diversos atos e prestações, no qual as partes interagem entre si, com base nos princípios da boa-fé, para obter o adimplemento da obrigação avençada.

24. Em razão da possibilidade de aplicação subsidiária da Lei 6.404/1976 com relação à Lei 10.406/2002 (cf. art. 1.053, parágrafo único) e a abrangência de suas normas, o presente estudo utilizará suas disposições como referência legal. No entanto, é importante ressaltar que a utilização, neste estudo, da normas dispostas na Lei 6.404/1976 acerca dos deveres do administrador como referência para os administradores de sociedades sujeitas à Lei 10.406/2002 tem caráter meramente didático, na medida em que a aplicação subsidiária estabelecida no art. 1.053, parágrafo único, da Lei 10.406/2002, só existirá caso expressamente acordado entre os sócios.

gestão de seu patrimônio.²⁵ Neste sentido, devem empregar, “no exercício de suas funções, o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios”.²⁶ A relação fiduciária estabelecida entre administradores e os detentores do patrimônio sob sua gestão também implica em outras obrigações²⁷ além do dever de diligência, podendo-se citar: dever de lealdade,²⁸ dever de informar²⁹ e proibição da prática de determinados atos.³⁰ Não obstante, para os fins do presente estudo, basta a análise do dever de diligência.

O dever de diligência, conforme apontado pela doutrina é um conceito abstrato e não implica necessariamente em determinado comportamento pelo administrador, mas sim em padrão de comportamento,³¹ que deve sempre observar a boa-fé objetiva.³² Nesse sentido, a conduta do administrador deve ser analisada tendo-se como referência “a conduta de outros administradores, em negócios semelhantes e submetidos às mesmas circunstâncias temporais e de lugar”.³³ Percebe-se, portanto, que o conteúdo do dever de diligência deve ser preenchido tendo-se em vista as circunstâncias específicas do caso, razão pela qual o administrador de negócios de pequeno porte não pode ser comparado, no que diz respeito ao seu padrão de conduta, ao administrador de sociedades de grande porte. Assim, o padrão de comportamento esperado do administrador deve ter em conta o “respectivo nível de cuidado e diligência devido em cada caso específico”.³⁴

Deste modo, o dever de diligência, sendo conceito abstrato e de difícil sistematização, terá seu conteúdo revelado com maior clareza no caso concreto. Por essa razão, nos Estados Unidos, sua análise é pautada principalmente na ideia do *business judgment rule*, que estabelece a presunção de que, ao realizar

25. CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2011. vol. 3, p. 314. Comentários aos arts. 138 a 205 da Lei das S.A.

26. Conforme redação do art. 153 da Lei 6.404/1976.

27. Para estudo mais detalhado de tais obrigações, cf. BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito societário*. 12. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2010. p. 413-417.

28. Cf. arts. 154 e 155 da Lei 6.404/1976.

29. Art. 157 da Lei 6.404/1976.

30. Conforme § 2.º do art. 154, incs. I a III do art. 155 e art. 156, todos da Lei 6.404/1976.

31. CARVALHOSA, Modesto. Op. cit., p. 325.

32. Vide art. 113 do CC/2002.

33. CARVALHOSA, Modesto. Op. cit., p. 321.

34. Idem, p. 327.

determinado negócio, os administradores agiram de boa-fé e devidamente informados, convictos de que suas decisões estavam alinhadas com os interesses da companhia.³⁵ Assim, cabe ao administrador a mesma observação feita por Comparato com relação aos detentores do poder de controle na sociedade anônima: “a todo poder correspondem deveres e responsabilidades próprias, exatamente porque se trata de um direito-função, atribuído ao titular para a consecução de finalidades precisas”.³⁶

Portanto, o poder conferido ao administrador pelos acionistas, sócios e investidores em geral é condicionado ao atendimento dos interesses da sociedade e da implementação de seu objeto social, razão pela qual Modesto Carvalhosa classifica as obrigações do administrador como “obrigações de meio” e não “de resultado”.³⁷ Consequentemente, o administrador não será responsabilizado pelo insucesso de sua gestão, desde que ela tenha sido conduzida em consonância com os deveres de diligência e cuidado. No entanto, o administrador responderá, perante a sociedade, pelos danos que causar em razão de imperícia, imprudência ou negligência, desde que, obviamente, haja nexo causal entre a quebra do dever de diligência e as perdas sofridas pela sociedade.³⁸

2.3 *O dever de diligência do administrador no contexto dos negócios jurídicos complexos submetidos ao conhecimento do Cade*

Conforme demonstrado até aqui, os negócios jurídicos submetidos ao conhecimento do Cade podem ser classificados como complexos, implicando, na maior parte das vezes, em um feixe de obrigações, atos e compromissos assumidos pelas partes. Além disso, o dever de diligência do administrador é conceito amplo e abstrato, devendo seu conteúdo ser preenchido no caso concreto, à luz do princípio da boa-fé objetiva e dos padrões de conduta de administradores em negócios semelhantes e submetidos às mesmas circunstâncias temporais e de lugar.

Ao conduzir uma operação societária de aquisição ou investimento, as motivações de um agente econômico podem ser as mais diversas. No contexto da aquisição de controle societário, Eduardo Munhoz destaca três motivações

35. PARENTE, Flávia. *O dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005. p. 171 apud CARVALHOSA, Modesto. Op. cit., p. 318.

36. COMPARATO, Fabio Konder. *O poder de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Ed. RT, 1976. p. 307.

37. CARVALHOSA, Modesto. Op. cit., p. 322.

38. Idem, p. 326.

principais:³⁹ (i) substituição de gestores ineficientes; (ii) ganhos de sinergia; e (iii) adaptação a modificações do ambiente econômico.

A motivação de substituição de gestores ineficientes parte do pressuposto de que determinada sociedade, cujos resultados não são satisfatórios, poderia tornar-se lucrativa com uma gestão mais eficiente. Os ganhos de sinergia, por sua vez, referem-se à concepção de que, uma vez integradas, a sociedade alvo e a adquirente terão valor maior do que a simples soma de seus valores considerados isoladamente. Ou seja, a integração das partes será eficiente e terá a capacidade de criar valor a partir da integração do comprador e alvo.⁴⁰ Por fim, operações de aquisição podem ser uma resposta a transformações ocorridas no mercado, como novas descobertas tecnológicas, expansão de crédito, crises econômicas, dentre outras.

Neste contexto, é possível concluir que operações de aquisição – e acredita-se que a mesma premissa será aplicável a operações de investimento – têm caráter estratégico para os agentes econômicos. Assim, a identificação de ativos que tenham capacidade de gerar valor é essencial para a sobrevivência dos agentes econômicos no ambiente competitivo. A oportunidade não aproveitada por um agente econômico poderá ser explorada pelo seu concorrente, que obterá, portanto, uma vantagem competitiva.

Deste modo, o dever de diligência de administradores compreende não só o cuidado na condução das operações da sociedade, mas também na identificação de ativos que tenham capacidade de agregar valor e aumentar competitividade. Além disso, uma vez identificada uma oportunidade de aquisição ou investimento, caberá ao administrador, na condução e negociação da operação, tomar todos os cuidados e precauções com relação à (a) adequada avaliação econômica, técnica e legal do ativo e (b) adoção de medidas necessárias para proteger o valor estratégico do ativo em questão, impedindo que sofra qualquer depreciação ou perda no período entre a assinatura dos instrumentos contratuais relativos à operação e a sua efetiva implementação.

3. ATOS ATÉ O FECHAMENTO DA OPERAÇÃO E GUN-JUMPING

3.1 *O conceito de gun-jumping em suas duas vertentes essenciais*

Conforme já apontado, a Lei 12.529/2011 introduziu no ordenamento brasileiro o sistema de notificação prévia, por meio do qual as partes devem

39. MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Aquisição de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 135 e ss.

40. Pode-se afirmar que tal criação de valor seria relacionada à geração de eficiências, como as eficiências dinâmicas e estáticas.

aguardar a aprovação do Cade para implementar sua operação. Na sistemática da nova legislação e da regulamentação infralegal do Cade, o dever de não implementação prematura de uma operação é imposta às partes sob duas vertentes essenciais: (i) manutenção das condições concorrenciais entre as partes;⁴¹ e (ii) proibição de troca de informações sensíveis.⁴² Até o momento, o Cade julgou apenas um caso envolvendo a prática de *gun-jumping*. Assim, antes de endereçar a experiência brasileira, analisar-se-á o tratamento do assunto nos Estados Unidos, onde a discussão é mais desenvolvida.

No tratamento do *gun-jumping* com relação à manutenção das condições concorrenciais entre as partes, a análise das autoridades norte-americanas é focada principalmente nos conceitos de *beneficial ownership* e *operational control*.

A ideia de *beneficial ownership* refere-se, de forma geral, a quatro fatores que são identificados como consequência da propriedade do ativo-alvo: (i) benefício de obter ganho advindo do ativo; (ii) risco de assumir prejuízos gerados pelo ativo; (iii) assunção de direitos de voto relacionados ao ativo; e (iv) direito de dispor do ativo adquirido.⁴³ Embora tais fatores tenham sido elaborados tendo-se em mente a aquisição de valores mobiliários, eles também têm sido utilizados como referência em operações envolvendo outros tipos de ativo.⁴⁴ Assim, as partes de uma operação incorrerão na infração de *gun-jumping* sempre que transferirem qualquer tipo de *beneficial ownership* antes da aprovação da operação pela autoridade concorrencial.⁴⁵

A questão foi abordada pelos órgãos norte-americanos em dois casos envolvendo a Atlantic Richfield Co. (Arco).⁴⁶ O primeiro caso relaciona-se com a venda de uma das subsidiárias da Arco, que atuava na produção de sementes.

41. Cf. art. 88, § 4.º, da Lei 12.529/2011.

42. Vide art. 108, § 2.º, da Res. Cade 1/2012.

43. Tais fatores estão dispostos no Statement of basis and purpose implementing: title II of the Hart-Scott-Rodino, Antitrust Improvements Act of 1976.

44. AMERICAN BAR ASSOCIATION. *Premerger Coordination: the emerging law of gun jumping and information exchange*. Chicago, Illinois: Aba Publishing, 2006. p. 15.

45. Nesse contexto, “[u]nder Section 7A the merging firms are not permitted to engage in conduct that effectively transfers beneficial ownership of the acquired business until the Hart-Scott-Rodino waiting period has ended”. BLUMENTHAL, William. *The rhetoric of gun-jumping: discurso. Annual antitrust seminar of greater New York chapter: key developments in antitrust for corporate counsel*. Nova Iorque: Federal Trade Commission, 10.11.2005, p. 7.

46. Os detalhes dos casos aqui expostos foram relatados em MORSE, M. Howard. *Mergers and acquisitions: antitrust limitations on conduct before closing*. *The Business Lawyer*.

A Arco transferiu à compradora, antes da aprovação concorrencial, ações equivalentes a 49% do capital social de sua subsidiária, tendo transferido os 51% restantes a um agente depositante. O comprador, por sua vez, pagou diretamente à Arco o preço referente à parcela do capital social da subsidiária efetivamente transferida (49%) e depositou o restante do preço em conta depósito. O segundo caso refere-se à aquisição de determinados ativos pela Arco, na qual a sociedade pagou o preço acordado com a vendedora antes da aprovação da operação. A vendedora comprometeu-se a seguir no curso ordinário de seus negócios e as partes acordaram que, caso a Arco fosse proibida de adquirir os ativos em razão de decisão desfavorável das autoridades concorrenciais, um terceiro (*trustee*) os venderia a outro comprador, transferindo os valores da venda à Arco. O desfecho do caso foi alvo de críticas em razão de, dada a complexidade da operação, não ter deixado claro exatamente qual fator ocasionou a infração de *gun-jumping*. No entanto, diante das críticas, as autoridades norte-americanas declararam que a análise do *gun-jumping* é feita casuisticamente e, portanto, importa em certo grau de indefinição.⁴⁷ Não obstante, em ambos os casos, as autoridades americanas entenderam que houve transferência de *beneficial ownership* antes da aprovação da operação.

As autoridades norte-americanas também punem o *gun-jumping* utilizando o conceito de transferência de *operational control*,⁴⁸ entendido como a implementação por meio da integração prematura dos negócios das partes envolvidas ou a assunção, pelo comprador, de controle significativo sobre a administração, operação ou tomada de decisões do ativo-alvo.⁴⁹ Ato geralmente considerados como transferência de *operational control* incluem “a substituição da gestão do vendedor pela gestão do comprador, concessão ao vendedor de autoridade para tomada de decisão sobre ativos concorrencialmente sensíveis do vendedor, direito do comprador de negociar em nome do vendedor, concordância das partes em agir no seu interesse em comum e apresentação das partes como uma só”.⁵⁰

vol. 57. n. 4. p. 1463-1486. Washington: Washington & Lee Law School, ago. 2002. p. 1469 e ss. e AMERICAN BAR ASSOCIATION. Op. cit., p. 123 e ss.

47. Cf. MORSE, M. Howard. Op. cit., p. 1470.

48. “[A] firm that takes ‘possession’ or ‘control’ or has ‘influence over the direction of the business’ to be acquired in a transaction or holds itself out to customers and the public as having combined before the expiration of the applicable waiting period may be alleged to violate the HSR Act”. Cf. MORSE, M. Howard. Op. cit., p. 1470.

49. AMERICAN BAR ASSOCIATION. Op. cit., p. 43.

50. Traduzido do original em inglês em AMERICAN BAR ASSOCIATION. Op. cit., p. 43-44.

Em um dos principais casos relacionados à transferência prematura de *operational control*,⁵¹ as autoridades americanas consideraram que as partes de uma operação incorreram em *gun-jumping* em razão dos seguintes fatores: (i) a compradora circulou um memorando interno anunciando imediata reorganização, indicando funcionários da sociedade adquirida para posições em suas equipes; (ii) funcionários da vendedora mudaram-se para escritórios da compradora e receberam novos cartões de visitas, que foram distribuídos a clientes; (iii) ligações telefônicas foram atendidas na vendedora sob o nome da compradora; e (iv) o presidente da vendedora viajou e resolveu assuntos comerciais em nome da compradora.

Além da obrigação de manterem-se independentes até a aprovação concorrencial, as partes também têm a obrigação de não trocar informações concorrencialmente sensíveis. No entanto, essa obrigação não pode ser entendida de forma absoluta, tendo em vista que, durante o processo de avaliação do ativo-alvo (*due diligence*) e negociação dos instrumentos contratuais da operação, algumas informações são compartilhadas pelas partes.

A troca de informações durante as negociações, quando efetuada com o intuito de viabilizar a operação, é usual e insere-se no contexto da boa-fé contratual. Nesse sentido, as autoridades de defesa da concorrência norte-americanas diferenciam atos necessários para manter a essência da operação (*ancillary*), daqueles que não são essenciais.⁵² Assim, a troca de informações somente seria considerada *gun-jumping* quando seu escopo “transbordasse” (*spill over effect*) a esfera da boa-fé, isto é, quando medidas legítimas para facilitar a transição ou para avaliar questões pendentes possam resultar no acesso a informações concorrenciais sensíveis.⁵³

No Brasil, o Cade analisou a questão do *gun-jumping* no Ato de Concentração 08700.005775/2013-19,⁵⁴ referente à aquisição, pela OGX Petróleo e Gás S.A.,

51. Para um resumo deste e outros casos relacionados à transferência de *operational control*, cf. MORSE, M. Howard. Op. cit., p. 1472.

52. “Where premerger coordination is reasonably necessary to protect the core transaction, the conduct is assessed under the rule of reason”. Cf. BLUMENTHAL, William. Op. cit., p. 8.

53. Segundo BLUMENTHAL, William. Op. cit., p. 10, “[i]t refers to situations where competitors are engaging in conduct (in this instance, information exchange and related planning discussions) for legitimate purposes, but where the conduct cannot be strictly contained and instead spills over into competitive activities, where it may have adverse effects”.

54. Ato de Concentração 08700.005775/2013-19, rel. Conselheira Ana de Oliveira Frazão, aprovado mediante celebração de acordo em controle de concentração em 28.08.2013.

de 40% de participação no Bloco BS-4,⁵⁵ detida pela Petróleo Brasileiro S.A. – Petrobras (“Caso OGX”). No caso, o Cade entendeu que o instrumento contratual que formalizou a operação permitiu o compartilhamento de informações sensíveis entre as partes e influência de uma parte sobre a outra,⁵⁶ além de não ter previsto a aprovação do Cade como condição suspensiva para implementação da aquisição.⁵⁷ Apesar ter omitido as disposições contratuais que levaram à configuração do *gun-jumping*, o Cade determinou que as infrações relacionavam-se a atos meramente administrativos e que, portanto, não tinham potencial anticompetitivo.⁵⁸ Por esta razão, a autarquia decidiu pela imposição de multa, sem declaração de nulidade dos atos praticados.⁵⁹

3.2 Atos até o fechamento de operações

Como já mencionado, os negócios jurídicos apresentados ao Cade para aprovação são complexos e geralmente envolvem um feixe de atos e obrigações assumidos pelas partes. Ademais, em operações sujeitas à aprovação concorrencial, o período entre a data de assinatura e o fechamento (i.e., efetiva implementação do negócio jurídico) pode durar semanas ou até meses. Durante tal período, embora o comprador/investidor já tenha se comprometido a adquirir ou investir em determinado ativo mediante a implementação de certas condições suspensivas, a propriedade do ativo em questão permanece com o vendedor/investido para todos os efeitos. Por essa razão, o comprador/investidor geralmente estabelece as seguintes precauções nos instrumentos contratuais da operação para garantir a integridade do ativo até a data de fechamento: (i) exigência da execução de determinados atos pelo vendedor/investido até a data de fechamento; e (ii) inexistência de efeitos adversos

55. Apesar de controversa, não será discutida neste estudo – por situar-se fora de seu escopo – a questão do enquadramento da operação como ato de concentração, tendo em vista a possível isenção para este tipo de aquisição prevista no parágrafo único do art. 90 da Lei 12.529/2011.

56. Nesse sentido, vide p. 2 e 3 do voto proferido pela rel. Conselheira Ana de Oliveira Frazão, p. 4, 5 e 6 do Parecer Técnico 205 da Superintendência-Geral do Cade e p. 7 a 10 do Parecer 182/2013 da Procuradoria Federal Especializada junto ao Cade.

57. Cf. § 22 do Parecer Técnico 205 da Superintendência-Geral do Cade.

58. Cf. p. 10 do voto proferido pela rel. Conselheira Ana de Oliveira Frazão.

59. A decisão do Cade corrobora o entendimento de Roberto Taufick, que em seus comentários à Lei 12.529/2011 afirmou que a penalidade disposta no § 3.º do art. 88 “[e]m verdade, não se trata de nulidade, mas de anulabilidade”. Vide TAUFICK, Roberto Domingos. *Nova Lei Antitruste brasileira: a Lei 12.529/2011 comentada e a análise prévia no direito da concorrência*. Rio de Janeiro: Forense, 2012. p. 439.

materiais na data de fechamento.⁶⁰ Enquanto os atos até o fechamento impostos pelo comprador têm o intuito de diminuir os riscos da operação ao estabelecer certo grau de controle sobre o ativo, as cláusulas de efeito adverso material servem como mecanismo de realocação de risco, mantendo o incentivo do vendedor em preservar o ativo até a implementação da operação.⁶¹⁻⁶²

Neste contexto, em operações de aquisição ou investimento, o vendedor/investido geralmente compromete-se, até a data de fechamento:⁶³ (i) a continuar a operar no curso ordinário dos negócios, em consonância com práticas passadas; (ii) a não adotar medidas que possam causar efeito adverso material nos negócios; (iii) a não celebrar contratos com compras volumosas ou de longo prazo; e (iv) a adotar (ou deixar de adotar) outras condutas com o intuito de preservar o valor do ativo a ser adquirido ou investido.⁶⁴

60. A cláusula de efeito adverso relevante, na realidade, possui uma dupla função, conforme exposto a seguir: “[i]n the first, the MAC or MAE definition serves as a qualifier for various representations and a carve-out for covenants, defining a threshold for determining the scope of disclosure or compliance. For example: ‘The Company’s contracts are in full force and effect, except as would not have a Material Adverse Effect.’ In the second, the MAC provision is used to delineate the circumstances that, upon their occurrence, permit a buyer to withdraw from the transaction without penalty. This latter use is known in common parlance as the ‘MAC out’ and appears in the buyer’s conditions precedent to close, i.e., ‘there shall not have occurred a Material Adverse Change in the Company.’ The effects of the MAC out are then tempered by a listing of specific events, the ‘MAC exceptions,’ that preclude a buyer from backing out of a deal or renegotiating even if a MAC has occurred. Together, the MAC out and the MAC exceptions serve to allocate and fine tune the risk of loss between buyer and seller resulting from adverse changes, if any, in the seller’s business between signing and closing”. (NIXON PEABODY. 2010 *Nixon Peabody MAC Survey*. Disponível em: [www.nixonpeabody.com/files/MAC_Survey_2010.pdf]. Acesso em: 15.09.2013.

61. DENIS, David J.; MACIAS, Antonio J. *Material adverse change clauses and acquisition dynamics*. Disponível em: [http://krannert.purdue.edu/programs/phd/working-papers-series/2010/1242.pdf]. Acesso em: 15.09.2013.

62. Não há nenhum empecilho – na perspectiva do *gun-jumping* – para o estabelecimento de cláusulas de efeito adverso material, independentemente do seu conteúdo. Esse aspecto contratual insere-se no âmbito da autonomia privada das partes. No entanto, o conceito de efeito adverso material é, por vezes, utilizado para qualificar atos que o vendedor ou investido não pode adotar. Por exemplo, uma parte pode proibir a outra de realizar operações que possam causar um efeito adverso material.

63. Cf. LIEBESKIND, Richard. *Gun-jumping: antitrust issues before closing the merger: discurso*. São Francisco: Aba Annual Meeting, 08.08.2003. p. 8-9.

64. A extensão da lista de restrições impostas ao vendedor pelo comprador dependerá da complexidade da operação. Assim, as partes podem negociar uma lista de itens

Na medida em que impõe restrições à condução dos negócios pelo vendedor ou investido, a cláusula de atos até o fechamento pode conferir certo grau de controle ao comprador ou investidor sobre o ativo-alvo antes da aprovação concorrencial. No entanto, tais restrições não devem ser consideradas como ilegais de forma absoluta à luz dos §§ 3.º e 4.º do art. 88 da Lei 12.529/2011. Neste sentido, elas devem ser interpretadas tendo-se em vista a proteção do investimento, no âmbito do dever de diligência do administrador.

3.3 Gun-jumping e a proteção do investimento

Conforme demonstrado até aqui, o administrador possui um dever de diligência, proveniente de sua relação fiduciária com sócios, acionistas ou investidores, que lhe impõe determinado padrão de conduta, alinhado com o interesse social da sociedade sob sua gestão. Assim, além de conduzir atividades operacionais, o administrador deve identificar ativos que sejam estratégicos para a sociedade. Adicionalmente, uma vez que tal ativo seja identificado, é obrigação do administrador adotar medidas e precauções para protegê-lo entre a data de assinatura dos instrumentos contratuais da operação e a data de fechamento.

As mesmas premissas aplicam-se às operações submetidas ao Cade, com a exceção de que a extensão das medidas para a proteção do investimento até o fechamento encontra limites na obrigação legal de manutenção das condições de competição até a aprovação concorrencial, à qual a efetividade do negócio jurídico é condicionada.

Deste modo, considerando a concepção da obrigação como um processo – no qual incidem deveres anexos, obrigações principais e acessórias – e o dever de diligência e cuidado do administrador, a proibição disposta nos §§ 3.º e 4.º do art. 88 da Lei 12.529/2011 não deve ser interpretada de forma absoluta. As restrições impostas ao vendedor ou investido até a data de fechamento em operações de aquisição ou investimento devem ser consideradas lícitas na medida em que tiverem o intuito de proteger o ativo-alvo e, consequentemente, o investimento.

que serão sujeitas ao compromisso de seguir no curso ordinário dos negócios: “[a]n ordinary course of business clause is a merger agreement provision that requires the seller to operate its business in the ordinary course consistent with past practices and is often accompanied by an itemized list or schedule of contracts, expenditures, or other conduct identifying particular aspects of what will be deemed to be the ordinary course”. AMERICAN BAR ASSOCIATION. Op. cit., p. 234.

Tal flexibilidade é benéfica não só no contexto do dever de diligência do administrador, como também no âmbito do bem-estar social. Conforme relatado por Eduardo Munhoz,⁶⁵ as operações de aquisição (e acredita-se que o mesmo seja aplicável a investimentos) têm como motivação a correção de ineficiências e criação de sinergias a partir da identificação de ativos estratégicos. Assim, é socialmente aceitável e benéfico que o comprador/investidor imponha restrições sobre o vendedor/investido para proteger o ativo-alvo e seu caráter estratégico durante o período entre assinatura dos instrumentos contratuais da operação e seu fechamento.

Uma proibição inflexível e absoluta à imposição de atos e restrição à condução de negócios até o fechamento de operações negociada entre as partes é irrazoável e poderá causar prejuízos ao bem-estar social, diminuindo os incentivos para que agentes econômicos adquiram ou invistam em ativos estratégicos. A proibição somente deveria ser aplicável nos casos em que a cláusula de atos até o fechamento fuja ao intuito de proteção do investimento, entrando no âmbito de coordenação efetiva entre as partes.⁶⁶

4. CONCLUSÃO

As operações submetidas ao Cade caracterizam-se pelo alto nível de complexidade, envolvendo um feixe de obrigações e atos assumidos pelas partes. Além disso, devido à exigência de as partes manterem-se independentes até a aprovação do Cade, existe um longo período entre a data de assinatura dos instrumentos contratuais que formalizam a operação e a data de seu fechamento (i.e., efetiva implementação do negócio jurídico).

No caso específico das operações de aquisição e investimento, há uma alocação desigual de riscos durante o período entre assinatura dos instrumentos contratuais e o fechamento da operação. Por este motivo, o comprador/investidor estabelece restrições aos atos do vendedor ou investido na condução de suas operações, com o objetivo de promover uma alocação mais justa dos riscos e proteger o valor estratégico do ativo-alvo.

65. MUNHOZ, Eduardo Secchi. Op. cit., p. 135 e ss.

66. Um exemplo de restrições que extrapolam o intuito de proteção do ativo-alvo pode ser encontrado no caso *United States v. Computer Associates Int'l, Inc.*, no qual as autoridades concorrenciais norte-americanas entenderam que algumas restrições impostas pela Computer Associates nos instrumentos contratuais de uma operação lhes fornecia o poder para aprovar termos, condições e preços, assim como para controlar os tipos de contratos que a outra parte poderia celebrar. Cf. AMERICAN BAR ASSOCIATION. Op. cit., p. 38-39.

Embora os §§ 3.º e 4.º do art. 88 da Lei 12.529/2011 proíbam a coordenação entre as partes de uma operação antes de sua aprovação pelo Cade, tal proibição não pode ser interpretada de maneira absoluta. Desse modo, considerando o dever de diligência do administrador e o bem-estar social, devem ser aceitas as restrições aos atos do vendedor ou investido até o fechamento de uma operação, quando o seu intuito for a proteção do ativo-alvo e, conseqüentemente, do investimento.

5. BIBLIOGRAFIA

- AMERICAN BAR ASSOCIATION. *Premerger coordination: the emerging law of gun jumping and information exchange*. Chicago, Illinois: Aba Publishing, 2006.
- BLUMENTHAL, William. *The rhetoric of gun-jumping: discurso. Annual antitrust seminar of greater New York chapter: key developments in antitrust for corporate counsel*. Nova Iorque: Federal Trade Commission, 10.11.2005.
- BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito societário*. 12. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2010.
- CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2011. vol. 3.
- COMPARATO, Fabio Konder. *O poder de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Ed. RT, 1976.
- DENIS, David J.; MACIAS, Antonio J. *Material adverse change clauses and acquisition dynamics*. Disponível em: [<http://krannert.purdue.edu/programs/phd/working-papers-series/2010/1242.pdf>]. Acesso em: 15.09.2013.
- FORGIONI, Paula A. *Os fundamentos do antitruste*. 5. ed. São Paulo: Ed. RT, 2012.
- GUERRERO, Camilo Augusto Amadio. *Notas elementares sobre a estrutura da relação obrigacional e os deveres anexos de conduta*. In: TEPEDINO, Gustavo José Mendes; FACHIN, Luiz Edson. *Doutrinas Essenciais: Obrigações e Contratos*. Rio de Janeiro: Ed. RT, 2011. vol. 1.
- LIEBESKIND, Richard. *Gun-jumping: antitrust issues before closing the merger: discurso* São Francisco: Aba Annual Meeting, 08.08.2003.
- MORSE, M. Howard. *Mergers and acquisitions: antitrust limitations on conduct before closing*. *The Business Lawyer*. vol. 57. n. 4. p. 1463-1486. Washington: Washington & Lee Law School, ago. 2002.
- MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Aquisição de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva, 2013.
- NIXON PEABODY. *2010 Nixon Peabody MAC Survey*. Disponível em: [www.nixonpeabody.com/files/MAC_Survey_2010.pdf]. Acesso em: 15.09.2013.
- PARENTE, Flávia. *O dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005. p. 171 apud CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2011. vol. 3.

Embora os §§ 3.º e 4.º do art. 88 da Lei 12.529/2011 proíbam a coordenação entre as partes de uma operação antes de sua aprovação pelo Cade, tal proibição não pode ser interpretada de maneira absoluta. Desse modo, considerando o dever de diligência do administrador e o bem-estar social, devem ser aceitas as restrições aos atos do vendedor ou investido até o fechamento de uma operação, quando o seu intuito for a proteção do ativo-alvo e, conseqüentemente, do investimento.

5. BIBLIOGRAFIA

- AMERICAN BAR ASSOCIATION. *Premerger coordination: the emerging law of gun jumping and information exchange*. Chicago, Illinois: Aba Publishing, 2006.
- BLUMENTHAL, William. *The rhetoric of gun-jumping: discurso. Annual antitrust seminar of greater New York chapter: key developments in antitrust for corporate counsel*. Nova Iorque: Federal Trade Commission, 10.11.2005.
- BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito societário*. 12. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2010.
- CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2011. vol. 3.
- COMPARATO, Fabio Konder. *O poder de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Ed. RT, 1976.
- DENIS, David J.; MACIAS, Antonio J. *Material adverse change clauses and acquisition dynamics*. Disponível em: [<http://krannert.purdue.edu/programs/phd/working-papers-series/2010/1242.pdf>]. Acesso em: 15.09.2013.
- FORGIONI, Paula A. *Os fundamentos do antitruste*. 5. ed. São Paulo: Ed. RT, 2012.
- GUERRERO, Camilo Augusto Amadio. *Notas elementares sobre a estrutura da relação obrigacional e os deveres anexos de conduta*. In: TEPEDINO, Gustavo José Mendes; FACHIN, Luiz Edson. *Doutrinas Essenciais: Obrigações e Contratos*. Rio de Janeiro: Ed. RT, 2011. vol. 1.
- LIEBESKIND, Richard. *Gun-jumping: antitrust issues before closing the merger: discurso*. São Francisco: Aba Annual Meeting, 08.08.2003.
- MORSE, M. Howard. *Mergers and acquisitions: antitrust limitations on conduct before closing*. *The Business Lawyer*. vol. 57. n. 4. p. 1463-1486. Washington: Washington & Lee Law School, ago. 2002.
- MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Aquisição de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva, 2013.
- NIXON PEABODY. *2010 Nixon Peabody MAC Survey*. Disponível em: [www.nixonpeabody.com/files/MAC_Survey_2010.pdf]. Acesso em: 15.09.2013.
- PARENTE, Flávia. *O dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005. p. 171 apud CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2011. vol. 3.

PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de direito civil: teoria geral das obrigações*. 20. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2004.

TAUFICK, Roberto Domingos. *Nova Lei Antitruste brasileira: a Lei 12.529/2011 comentada e a análise prévia no direito da concorrência*. Rio de Janeiro: Forense, 2012.

PESQUISAS DO EDITORIAL

Veja também Doutrina

- A nova Lei de Defesa da Concorrência – Lei 12.529/2011, de Leopoldo Pagotto, Bruno Oliveira Maggi e Gabriel Noronha Grecco – *RDB* 55/15;
- A nova realidade do Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência (SBDC), de Ricardo Bruning Bellon – *RIBRAC* 23/261;
- As recomendações da OCDE para o desenvolvimento do direito concorrencial no Brasil e a Lei 12.529/2011, de Gustavo Flausino Coelho e Ricardo Mafra – *RIBRAC* 22/307;
- *Gun jumping*, controle prévio de estruturas e o Cade, de Amanda Athayde Linhares Martins – *RIBRAC* 22/57; e
- O novo desenho institucional do antitruste brasileiro: uma análise crítica a partir da estrutura organizacional preconizada pela Lei 12.529/2011, de Fernando Amorim Soares de Mello – *RIBRAC* 23/197.