

THAÍS KLEINSORGE MENDES

**CONTRATOS PRELIMINARES NAS OPERAÇÕES DE COMPRA E VENDA DE
PARTICIPÇÃO ACIONÁRIA EM COMPANHIAS
FECHADAS**

Requisitos para a celebração do contrato definitivo

Dissertação de Mestrado

Orientadora: Professora Natália Cristina Chaves

UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS

FACULDADE DE DIREITO

BELO HORIZONTE – MG

2023

THAIS KLEINSORGE MENDES

**CONTRATOS PRELIMINARES NAS OPERAÇÕES DE COMPRA E VENDA DE
PARTICIPAÇÃO ACIONÁRIA EM COMPANHIAS
FECHADAS**

Requisitos para a celebração do contrato definitivo

Dissertação apresentada à Banca Examinadora do Programa de Pós-graduação em Direito, da Faculdade de Direito da Universidade de Minas Gerais, como exigência parcial para a obtenção do título de Mestre em Direito, na área de concentração P-06 – Empresa no Mercado, sob orientação da Prof^ª Natalia Cristina Chaves.

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS
FACULDADE DE DIREITO
BELO HORIZONTE – MG**

2023

Ficha catalográfica elaborada pela bibliotecária Meire Luciane Lorena Queiroz - CRB-6/2233.

M538c Mendes, Thaís Kleinsorge
Contratos preliminares nas operações de compra e venda de participação acionária em companhias fechadas [manuscrito]: requisitos para a celebração do contrato definitivo / Thaís Kleinsorge Mendes. - 2023.
131 f.

Orientadora: Natália Cristina Chaves.
Dissertação (mestrado) - Universidade Federal de Minas Gerais, Faculdade de Direito.

1. Direito empresarial - Teses. 2. Contrato preliminar - Teses. 3. Boa-fé (Direito) - Teses. 4. Compra e venda - Teses. I. Chaves, Natália Cristina. II. Universidade Federal de Minas Gerais - Faculdade de Direito. III. Título.

CDU: 347.74



ATA DA DEFESA DA DISSERTAÇÃO DA ALUNA THAÍS KLEINSORGE MENDES

Realizou-se, no dia 16 de maio de 2023, às 08:00 horas, Microsoft Teams, da Universidade Federal de Minas Gerais, a defesa de dissertação, intitulada *Contratos Preliminares nas Operações de Compra e Venda de Participação Acionária em Companhias Fechadas: requisitos para a celebração do contrato definitivo*, apresentada por THAÍS KLEINSORGE MENDES, número de registro 2021652887, graduada no curso de DIREITO, como requisito parcial para a obtenção do grau de Mestre em DIREITO, à seguinte Comissão Examinadora: Prof(a). Natalia Cristina Chaves - Orientador (UFMG), Prof(a). Marcelo de Oliveira Milagres (UFMG), Prof(a). Fernanda Valle Versiani (UFMG).

A Comissão considerou a dissertação:

(X) Aprovada com autorização para publicação, tendo obtido a nota 90 (noventa).

() Reprovada

Finalizados os trabalhos, lavrei a presente ata que, lida e aprovada, vai assinada por mim e pelos membros da Comissão.

Belo Horizonte, 16 de maio de 2023.

NATALIA CRISTINA
CHAVES:04003417607

Assinado de forma digital por
NATALIA CRISTINA
CHAVES:04003417607
Dados: 2023.05.16 16:19:10 -03'00'

Prof(a). Natalia Cristina Chaves (Doutora) Nota 90.

MARCELO DE OLIVEIRA
MILAGRES:0237784661

Assinado de forma digital por
MARCELO DE OLIVEIRA
MILAGRES:0237784661
Dados: 2023.05.16 09:47:06 -03'00'

Prof(a). Marcelo de Oliveira Milagres (Doutor) Nota 90.

Documento assinado digitalmente



FERNANDA VALLE VERSIANI
Data: 16/05/2023 13:19:42-0300
Verifique em <https://validar.itl.gov.br>

Prof(a). Fernanda Valle Versiani (Doutora) Nota 90.

RESUMO

O presente trabalho visa tratar sobre os critérios utilizados para determinar se as partes, no âmbito de uma operação de M&A, estão ou não vinculadas desde o momento em que firmaram um documento preliminar, isto é, qualquer minuta que se traduza em um compromisso das partes de procederem à transferência da participação societária que constitui objeto da operação pretendida. A depender do que constar deste documento e do comportamento manifestado pelas partes ao longo da fase de tratativas, bem como das particularidades inerentes à compra e venda em questão, poder-se-ia afirmar que as partes estão obrigadas, de maneira irretroatável, a seguirem com o negócio. Se for esse o caso, a parte que se viu lesada pela não consumação da operação poderia requerer em juízo a responsabilização da parte contrária. A pesquisa proposta insere-se, portanto, na tentativa de contribuir para as discussões envolvendo os requisitos que obrigam os agentes econômicos a seguirem com a celebração de um contrato de compra e venda de participação acionária. Esse tipo contratual insere-se na categoria dos contratos atípicos e a sua execução não é instantânea, razão pela qual se torna bastante desafiadora a tarefa de identificar os diferentes níveis de vinculação assumidos pelas partes ao longo do período que antecede a efetiva conclusão do contrato de compra e venda de ações. O trabalho abordará o processo de formação dos contratos empresariais e os princípios que devem pautar a atuação dos agentes econômicos na denominada fase pré-contratual, mas já posterior à celebração de uma minuta. Dentre esses princípios será dado um enfoque ao da autonomia privada, que encontra a sua máxima expressão na liberdade de contratar, e ao da boa-fé objetiva, por meio da preservação do princípio da confiança. Além disso, com o intuito de identificar os argumentos comumente utilizados para defender a ausência ou presença de responsabilização pela ruptura do pré contrato, serão abordados os entendimentos jurisprudenciais proferidos pelos juízes dos maiores tribunais brasileiros. Por fim, o trabalho tratará sobre as possíveis hipóteses de responsabilização da parte que opta por encerrar as negociações envolvendo uma potencial operação de M&A, visando uma melhor adequação às peculiaridades do caso concreto e à luz dos termos e condições previstos na minuta preliminar celebrada.

Palavras-chave: Contrato Preliminar. Operação de M&A. Encerramento. Autonomia privada. Boa-fé objetiva. Responsabilização. Indenização. Execução Específica.

ABSTRACT

This master thesis aims to deal with the criteria used to determine whether the parties, within the scope of an M&A transaction, are bound or not from the moment they enter a preliminary document, in other words, any draft that translates into a commitment by the parties to proceed with the transfer of the equity interest that constitutes the object of the intended transaction. Depending on what is contained in this document and the behavior manifested by the parties during the negotiation phase, as well as the particularities inherent to the purchase and sale in question, it could be said that the parties are bound, in an irreversible way, to get on with the business. If that is the case, the party that was injured by the non-consummation of the transaction could require the opposing party to be held liable in court. The proposed research is therefore part of an attempt to contribute to the discussions involving the requirements that oblige economic agents to proceed with the conclusion of a stock purchase agreement. This type of contract falls into the category of the atypical contracts and its execution is not instantaneous, which is why the task of identifying the different levels of binding assumed by the parties over the period that precedes the effective conclusion of the purchase and sale agreement becomes quite challenging. The work will address the process of forming business contracts and the principles that should guide the performance of economic agents in the so-called pre-contractual phase, but after the conclusion of a draft. Among these principles, a focus will be given to private autonomy, which finds its maximum expression in the freedom to contract, and to objective good faith, through the preservation of the principle of trust. In addition, in order to identify the arguments commonly used to defend the absence or presence of liability for breach of the pre-contract, the jurisprudential understandings given by the judges of the largest Brazilian courts will be addressed. Finally, the thesis will deal with the possible hypotheses of liability of the party that chooses to close negotiations involving a potential M&A transaction, aiming at a better adaptation to the peculiarities of the concrete case and in light of the terms and conditions set forth in the preliminary draft concluded.

Keywords: Preliminary Contract. M&A Transaction. Termination. Private Autonomy. Objective good faith. Accountability. Indemnification. Specific Execution.

1. INTRODUÇÃO	7
2. PARTICULARIDADES DAS OPERAÇÕES DE COMPRA E VENDA DE PARTICIPAÇÃO ACIONÁRIA	16
2.1. O processo de formação do contrato de compra e venda de participação acionária	17
2.1.1. Início das negociações	18
2.1.2. Acordo sobre os “elementos essenciais”	21
2.1.2.1. Coisa	22
2.1.2.2. Preço	24
2.1.2.3. Condições	25
2.1.2.4. Outros possíveis elementos: procedimentos de indenização e garantias..	26
2.2. Valor e complexidade da operação	28
2.2.1. Preço de aquisição das ações	30
2.2.2. Poderio econômico das partes envolvidas	31
2.2.3. Assessores jurídicos.....	32
2.2.4. Assessores financeiros e auditoria de procedimentos na sociedade alvo .	33
2.2.5. Reorganizações societárias	34
2.3. Grau de sofisticação das partes	34
2.4. Aspectos concorrenciais	36
2.5. Segmento de negócio	37
2.6. Envergadura da sociedade alvo.....	38
2.7. Utilidade de cada aspecto para a definição dos requisitos à concretização do negócio	39
3. ACORDOS PRELIMINARES: MERA INTENÇÃO OU COMPROMISSO IRREVOGÁVEL?	43
3.1. Primeira corrente: o contrato só se aperfeiçoa com o acordo sobre todos os seus pontos	43
3.2. Segunda corrente: o contrato se perfaz com a concordância, apenas, sobre os seus elementos essenciais, salvo se tenham reservado os elementos acidentais para tratativas futuras	49
3.3. Terceira corrente: o contrato se reputa celebrado no momento em que as partes acordam sobre os pontos essenciais, independentemente de terem reservado para um momento posterior a discussão sobre os elementos acidentais	55

3.4.	Aplicação das correntes à compra e venda de ações em companhias fechadas	61
4.	HISTÓRICO DO ENTENDIMENTO JURISPRUDENCIAL SOBRE A MATÉRIA E PRINCÍPIOS E INSTITUTOS JURÍDICOS PARA A SOLUÇÃO DOS CASOS CONCRETOS	66
4.1.	Recurso Extraordinário nº 88.716 – o “Caso Disco”	66
4.2.	Tribunais Estaduais	72
4.2.1.	Justificativa da escolha	73
4.2.2.	Julgados do TJSP: menor grau de intervenção	74
4.2.3.	Julgados do TJRJ: maior grau de intervenção	80
4.3.	Fundamentos para a ausência de responsabilização	85
4.3.1.	Autonomia privada e a liberdade de contratar	86
4.3.2.	Necessidade de conter todos os elementos do contrato definitivo	91
4.3.3.	Alto grau de especulação e assunção de riscos pelas partes	93
4.4.	Fundamentos para a responsabilização	96
4.4.1.	Boa-fé	96
4.4.2.	Confiança e lealdade	102
5.	HIPÓTESES DE RESPONSABILIZAÇÃO E BALIZADORES ESPECÍFICOS PARA DETERMINAR A FORÇA VINCULANTE DO DOCUMENTO PRELIMINAR	106
5.1.	Dever de indenizar a outra parte	107
5.2.	Execução específica com a assinatura do contrato definitivo de compra e venda de ações	113
6.	CONCLUSÕES	114
	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	119

1. INTRODUÇÃO

O contrato preliminar¹ é uma categoria jurídica por meio da qual os empresários² escolhem se vincular, mas, por determinadas circunstâncias, deixam para um segundo momento a contratação definitiva e a produção dos efeitos econômicos inerentes à operação. Por meio desse arranjo, as partes buscam atingir um equilíbrio entre a cautela na concretização do negócio³ e a certeza de que a operação, em momento oportuno, ocorrerá conforme as premissas essenciais definidas no pré-contrato. No entanto, algumas vezes, a definição dos requisitos que precisam constar desse documento para assegurar o implemento da operação pretendida não é de fácil verificação. Esse é o caso das operações envolvendo fusões e aquisições de sociedades empresárias ou seus ativos⁴.

Operações dessa modalidade costumam envolver uma série de atos e procedimentos a serem adotados pelas partes antes que se proceda à efetiva conclusão do contrato. Isso porque o objeto a ser transacionado é complexo e, não raro, os negócios jurídicos celebrados entre comprador⁵ e vendedor envolvem vultuosas quantias econômicas. Desse modo, a efetiva implementação da operação pretendida é precedida por uma extensa fase de negociações, que tem início no primeiro contato entre as partes e perdura até a celebração do contrato principal. Esse período é necessário para que as partes atinjam um consenso acerca de todos os aspectos essenciais à formação do vínculo contratual⁶. Referidos pontos precisam ser discutidos nas

¹ Nesse trabalho serão empregadas, indistintamente, para indicar o contrato preliminar, as expressões “documento preliminar” ou “pré-contrato”.

² “O Código Civil de 2002, ao estabelecer a capacidade para o exercício da atividade de empresário, dispôs: “podem exercer a atividade de empresário os que estiverem em pleno gozo da capacidade civil e não forem legalmente impedidos (CC, art. 972)”. (NEGRÃO, Ricardo. *Curso de Direito Comercial e de Empresa: teoria geral da empresa e direito societário*. 16ª ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2020, p. 76).

³ Na tradição do direito comercial, o termo “negócio” vem muitas vezes empregado no sentido de “transação” ou “negociação”. Trata-se (...) de “termo de conceito prático”, ligado a “qualquer operação mercantil”. (FORGIONI, Paula A. *Contratos empresariais: teoria geral e aplicação*. 4ª ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019, p. 26).

⁴ As operações de fusões e aquisições (conhecidas como mergers and acquisitions, ou simplesmente M&A, conforme a praxe de importar a nomenclatura em inglês) podem envolver participações societárias (aquisição ou alienação de sociedades empresárias, total ou parcial) ou outros ativos, como bens móveis e imóveis. No Brasil, as operações de aquisição de ativos de forma isolada são menos frequentes por envolverem altos custos e onerosidade tributária. Portanto, para fins deste trabalho, quaisquer referências a “ativos” abrangerão as participações societárias que costumam ser adquiridas em conjunto.

⁵ Nesse trabalho serão empregadas, indistintamente, para indicar aquele que adquire a participação acionária, as expressões “comprador” e “adquirente”; para indicar aquele que transfere a participação acionária, serão empregadas, indistintamente, as expressões “vendedor” e “alienante”.

⁶ “São esses atos dirigidos, portanto, à obtenção da convergência da vontade das partes sobre todos os aspectos necessários à formação do contrato – incluindo os elementos sem os quais nenhum contrato existiria e os aspectos sobre os quais qualquer das partes tenha considerado necessário acordar –, sem o que o contrato não fica concluído.” (GRECCO, Renato. **O momento da formação do contrato: das negociações preliminares ao vínculo contratual**. São Paulo: Almedina Brasil, 2019. p. 29.).

etapas preparatórias para que, uma vez objeto de mútuo acordo, sejam endereçados no contrato definitivo.

A importância estratégica do ativo para o comprador exige que ele se debruce sobre o estado da pessoa jurídica antes de seguir com a efetiva aquisição da participação societária. Do mesmo modo, ao vendedor interessa certificar-se de que o comprador é solvente e possui recursos suficientes para adquirir a participação societária nas condições que lhe foram oferecidas. Logo, ambas as partes buscarão se inteirar de todos os aspectos que julgarem necessários para que tomem a melhor decisão possível diante das premissas com as quais se deparam ainda durante as negociações.

Essa postura na fase preparatória, marcada por um juízo de conveniência e oportunidade quanto à decisão de contratar ou não com a outra parte, bem como um extenso rol de obrigações a serem assumidas, leva à constatação de que o contrato de compra e venda de participação acionária não é celebrado instantaneamente⁷. Até que ambas as partes estejam devidamente convencidas de que a realização do negócio lhes trará maior vantagem econômica⁸, o contrato não se reputa formado.

Trata-se, portanto, de um cenário distinto daquelas contratações de maior simplicidade, como são as do comércio em geral, compra e venda de matérias primas para emprego na indústria, prestação de serviços diversos, dentre outras. Além de serem contratos de longa duração, os contratos de M&A envolvem uma série de direitos e obrigações que são atribuídos às partes, e muitas vezes existem terceiros garantidores e financiadores, necessidade de aprovação de terceiros, bem como aprovação interna das próprias sociedades.

As motivações para se realizar uma operação de M&A⁹ podem ser as mais diversas, dentre elas o desejo do comprador de expandir seus negócios ou obter ganhos de sinergia

⁷ Os contratos de M&A inserem-se na categoria dos contratos empresariais contemporâneos, marcados pela alta complexidade (BENETTI, Giovana. *Dolo no Direito Civil: Uma Análise da Omissão de Informações*. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 320).

⁸ A esse respeito, Paula Forgioni ensina que “o estabelecimento do vínculo jurídico entre empresários parte de dois pressupostos básicos, compartilhados pelos princípios da avença. O primeiro deles é a certeza de que a contratação colocá-los-á em uma situação mais vantajosa daquela em que se encontram (...) o segundo é que a contratação é feita na esperança de que atinja determinados objetivos, ou seja, desempenhe determinada função” (FORGIONI, Paula. *Interpretação nos negócios empresariais. Contratos empresariais: fundamentos e princípios dos contratos empresariais*. In: Revista de Direito Mercantil, v. 130, p. 82).

⁹ “Tradução da expressão do mercado anglo-saxão *mergers and acquisitions* (M&A), a nomenclatura fusões e aquisições identifica o conjunto de medidas de crescimento externo ou compartilhado de uma corporação, que se concretiza por meio da “combinação de negócios” e de reorganizações societárias. Estão inseridas na terminologia sob análise não somente compras de ativos empresariais e participações societárias, e a união de duas ou mais sociedades para a formação de uma terceira, mas também a formação de grupos societários, a constituição de sociedades de propósito específico (SPE), a contratação de sociedade em conta de participação (SCP), a formação de consórcios, a cisão, a incorporação de sociedades ou de ações etc. Enfim, o modelo jurídico escolhido pelas partes pode variar consideravelmente, pois o que caracteriza uma operação de fusão e aquisição é a sua finalidade: servir de instrumento de implementação da estratégia de crescimento externo ou compartilhado”. (BOTREL,

advindos da conjugação das suas atividades com as do vendedor. Caso o objetivo seja o de conjugar as atividades, o comprador adquirirá uma parcela dos negócios e dará início a uma relação de sociedade com o vendedor após a conclusão da operação. Também é possível que a participação societária seja alienada em sua integralidade, hipótese em que a condução dos negócios ficará a cargo do comprador e a ele somente. ~

O professor J. WILLIAM GRAVA, em estudo sobre o tema, elenca os motivos econômicos que a doutrina de finanças corporativas apresenta como basilares para a realização de uma operação de fusão e aquisição, classificando tais motivos como estratégicos, a saber: (i) obtenção de economias de escala, por meio da melhoria da eficiência operacional, obtida por meio da diluição dos custos fixos na produção (ganhos de escala); (ii) geração de economias de escopo, alcançadas pela redução de custos em função do incremento do *mix* de produtos sob a mesma marca oferecidos ao mercado; (iii) aumento de poder de mercado da sociedade objeto da combinação dos negócios, o que permite alterações nos preços a serem praticados para determinados serviços ou produtos no mercado, de forma a tornar sua venda mais rentável; (iv) superação de barreiras à entrada, permitindo à empresa ingressar em mercados mais lucrativos e com maiores margens (mercados regulados com altas barreiras à entrada costumam ser mais atrativos, pois restringem o número de *players* atuantes); (v) redução da competição, pois, com a integração decorrente do M&A, empresas concorrentes passam a atuar unificadas, aumentando a eficiência e capacidade de produção e gerando assim a elevação de seu *market share* nos mercados relevantes; (vi) e substituição de pesquisa e desenvolvimento (P&D). O desenvolvimento de novos produtos e tecnologias exige elevados investimentos em P&D para geração de resultados. Via de regra, a correta combinação de *know how* e capital gera modelos de negócios lucrativos para os sócios/investidores. Assim, a aquisição como substituição de P&D traz a redução de custos e um ganho na velocidade de desenvolvimento de novas tecnologias¹⁰.

Seja qual for o propósito das partes, uma verdade emerge incontestável: ninguém escolhe adquirir um negócio pré-existente, seja para assumi-lo integralmente ou tornar-se sócio de outra pessoa¹¹, sem antes adotar todas as cautelas que julgar necessárias durante a fase negocial, razão pela qual o processo de formação do consentimento é muito mais tortuoso nos

Sérgio. *Fusões e aquisições: aspectos estratégicos – estruturas e aspectos societários – aspectos negociais e contratuais – aspectos fiscais*. São Paulo: Editora Saraiva, 2012, p. 21).

¹⁰ GRAVA, J William. *Fusões e Aquisições: motivadores econômicos e estratégicos*. In: Saddi, Jairo (org.). **Fusões e aquisições aspectos jurídicos e econômicos**. São Paulo: Editora IOB-Thomson, 2002, p. 10.

¹¹ Por esse motivo os acordos de acionistas são fundados “em relações de duração, que demandam o estrito cumprimento dos princípios de lealdade e de fidelidade”. (CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. São Paulo: Editora Saraiva, 2003, vol. II, p. 566).

contratos de execução diferida e em especial nos contratos de M&A. Esse comportamento das partes é acentuado pela assimetria informacional, visto que, por uma questão de *know-how*, o vendedor dispõe de mais informações sobre a sociedade empresária e o seu modo de funcionamento do que o potencial comprador, que conhece somente as informações que lhe foram apresentadas ao longo da fase de auditoria (sobre a qual se tratará adiante).

Para o potencial comprador, uma das maneiras de reduzir essa assimetria informacional é realizar, previamente à assinatura do contrato de compra e venda, uma investigação aprofundada sobre os ativos a serem adquiridos. O comprador espera que as informações fornecidas ao longo dessa fase de investigação reflitam com coerência a realidade dos negócios da sociedade empresária. A esta etapa da operação de M&A dá-se o nome de *due diligence* ou auditoria. A auditoria pode se restringir aos aspectos jurídicos da sociedade empresária ou expandir para abranger aspectos contábeis, financeiros e técnicos.

Em razão da complexidade da vida empresarial¹², torna-se cada vez mais importante para o potencial comprador dedicar um período mais longo à etapa de realização da auditoria¹³. Isso porque, em regra, o comprador responderá por todos os passivos que surgirem após a data de conclusão da transferência de titularidade do ativo¹⁴, seja integralmente, na hipótese de uma aquisição total, ou em conjunto com o vendedor e até o limite da sua participação, caso adquira somente uma parcela do negócio. O mesmo pode ser dito com relação aos ativos da sociedade empresária: após a conclusão da operação, o potencial comprador usufruirá de uma parte ou da totalidade do sucesso financeiro do empreendimento que adquiriu, em consonância com a performance futura dos negócios. Daí decorre a relevância de assegurar, por meio da auditoria, que a participação societária será adquirida nas exatas condições pretendidas pelo potencial comprador e que não há, na data de assinatura do contrato, nenhum óbice à livre circulação e exploração dos ativos.

¹² “(...) soma-se a tais alterações sociais uma crescente complexidade dos bens, objeto de troca, que se verifica na sociedade contemporânea. Nesse sentido, a fase de estudos exigidos para compreender e se informar adequadamente sobre tais bens, de forma a tomar uma decisão mais bem informada acerca da celebração de um contrato, acaba por se prolongar.” (GRECCO, Renato. **O momento da formação do contrato: das negociações preliminares ao vínculo contratual**. São Paulo: Almedina Brasil, 2019. p. 27.).

¹³ Na tradição do *common law*, é muito forte a ideia do chamado “caveat emptor”, expressão que significa literalmente “cuidado, comprador”. Nesse sentido, é o comprador que deve buscar as informações da sociedade alvo que julgar necessárias e suficientes à formação do seu consentimento com a celebração do negócio. No direito civil brasileiro, a abordagem mais tradicional é fundada na ideia de boa-fé objetiva, ou seja, de que ambos os contratantes possuem deveres relacionados à informação.

¹⁴ É possível excepcionar, no contrato de compra e venda, alguns casos nos quais o vendedor deverá indenizar o comprador pelos passivos que surgirem após o fechamento da operação, como no caso dos passivos cujo fato gerador tenha ocorrido anteriormente à transferência da participação societária. No entanto, a atribuição de responsabilidade contratual ao vendedor não é suficiente para que o comprador deixe de responder pelos passivos, razão pela qual a realização da auditoria mostra-se indispensável.

Adicionalmente à realização da auditoria, existem uma série de atos que impactarão o tempo decorrido entre o início das negociações e a conclusão da operação, marcada pela formação do consentimento. Em alguns casos, a operação pretendida só é possível de se concretizar por meio de uma reorganização societária¹⁵ da sociedade alvo cuja participação se pretende adquirir¹⁶. Além disso, pode haver questões de direito concorrencial envolvidas, caso em que as partes precisam alinhar sobre a submissão da operação ao Conselho Administrativo de Defesa Econômica (Cade) para que o órgão se manifeste sobre a aprovação. Caso a sociedade alvo atue em um setor regulado, ou detenha a titularidade de concessões, permissões ou autorizações públicas, a conclusão da operação pretendida pode depender de autorização ou anuência prévia do órgão regulador. O tempo necessário para conclusão de todas essas providências costuma gerar uma insegurança nas partes de que a operação não será implementada nos termos inicialmente pretendidos.

Para mitigar o cenário de incertezas que permeia este período, as partes podem optar pela celebração de um instrumento por escrito que conterá, de forma sucinta, as principais bases do negócio pretendido. Visto que várias operações de M&A costumam envolver um intervalo razoavelmente longo entre assinatura¹⁷ e fechamento¹⁸, a celebração de pré-contratos na fase inicial das negociações torna-se ainda mais importante para gerar segurança nas partes¹⁹ quanto aos principais termos acordados.

Esses acordos não seguem um padrão, uma disciplina própria, visto que a sua tipologia não está regulada em legislação específica (muito embora a Lei das S.A. tenha sido concebida

¹⁵ Considera-se “reorganização societária” os negócios jurídicos que têm por objetivo alterar o tipo societário de uma sociedade, a composição de seu quadro acionário, a sua estrutura societária e/ou a composição do seu patrimônio, dentre outros aspectos jurídicos. Exemplos de reorganização societária são a incorporação (art. 227 da Lei das Sociedades Anônimas), a incorporação de ações (art. 252 da Lei das Sociedades Anônimas), a redução da capital (art. 173 da Lei das Sociedades Anônimas), a cisão (art. 229 da Lei das Sociedades Anônimas) e a transformação de sociedades (art. 220 da Lei das Sociedades Anônimas).

¹⁶ Neste trabalho, os termos “sociedade alvo” e “target” serão empregados, indistintamente, para se referir à pessoa jurídica cujos ativos ou valores mobiliários serão negociados no contexto de uma operação de M&A.

¹⁷ É o momento de assinatura do contrato principal, incluindo também parte dos contratos acessórios essenciais para a aquisição, a exemplo do acordo de sócios da sociedade alvo, contratos de garantia, instrumentos de locação dos imóveis que permanecerão ocupados pela sociedade alvo após a implementação da operação pretendida, contratos de prestação de serviços entre a sociedade alvo e as pessoas chave para a boa condução dos negócios, entre outros.

¹⁸ É quando ocorre o fechamento formal da operação, ou seja, o pagamento do preço de aquisição da participação societária na forma ajustada contratualmente em conjunto com a transferência de titularidade dos bens (ativos e participações societárias).

¹⁹ Nesse sentido, Max Weber já alertava para a necessidade de um direito racional, que assegurasse previsibilidade e segurança à atividade econômica. São deles as palavras: “[T]he rationalization and systematization of the law in general and [...] the increasing calculability of the functioning of the legal process in particular, constituted one of the most important conditions for the existence of economic enterprise intended to function with stability and, especially, of capitalistic enterprise, which cannot do without legal security.” (WEBER, Max. *Economy and society: an outline of interpretive sociology* (ed. ROTH, Guenther; WITTICH, Claus). Berkeley: University of California Press, 1978, p. 883).

à luz da dinamicidade da disciplina societária²⁰). São instrumentos importados da prática do *commom law* e que, com o passar do tempo, foram sendo adaptados à realidade brasileira²¹. Na praxe do mercado, os instrumentos mais comuns são o acordo de confidencialidade²², a carta de intenção²³, o *term sheet* e o memorando de entendimentos²⁴. Normalmente, eles dizem respeito à alocação de riscos entre os participantes de um possível e eventual negócio jurídico que será celebrado num segundo momento, com vistas à concretização de uma operação de M&A.

O acordo de confidencialidade costuma descrever o tratamento confidencial a ser outorgado por cada parte às informações pertinentes ao negócio reveladas pela outra parte. Ele se mostra especialmente relevante no caso das companhias abertas, por estarem sujeitas às regras sobre informações privilegiadas, divulgação de fato relevante e afins, previstas em lei e cujo cumprimento é exigido pelos órgãos reguladores e pelas próprias bolsas de valores mobiliários onde seus papéis são admitidos à negociação. Como a troca de informações sensíveis entre as partes não é o foco deste trabalho, as peculiaridades do NDA não serão abordadas. É importante mencionar, contudo, que ele é um dos instrumentos que costumam ser celebrados nas fases iniciais da operação.

A carta de intenção é um documento muito preliminar que diz que há uma intenção possível, se as condições se provarem interessantes, de concretizar a operação. Geralmente, é apresentada de maneira unilateral pelo potencial adquirente da participação societária em

²⁰ A esse respeito, pontua Lamy Filho: “A elaboração ou a atualização de qualquer lei mercantil está sujeita, necessariamente, a três ordens de considerações gerais: 1ª – As leis mercantis são leis de vida curta – destinadas a reger fenômenos econômicos, transações e negócios em constante mutação, não podem aspirar à perenidade, como as leis civis; 2ª – As leis mercantis tendem à universalização – o comércio não conhece limites de fronteiras, de nacionalidades, de distâncias nem mesmo de paz ou de guerra; 3ª – As leis mercantis, a partir da Revolução Industrial, deixaram de ser as leis dos comerciantes para se tornarem as leis da empresa mercantil, que ascendeu à condição de instituição dominante da sociedade moderna, ao lado da família e da escola. A elaboração da vigente lei de S.A. deixa evidenciada a intenção de atender a esses reclamos (...). Essas três ordens de consideração, ao que pensamos, não que estar presentes na elaboração, como na atualização, ou mesmo na inteligência das leis modernas das companhias” (FILHO, Alfredo Lamy. *Considerações sobre a elaboração da Lei de S.A. e de sua necessária atuação. Temas de S.A.*, Rio de Janeiro: Renovar, 2007, p. 167).

²¹ Muito embora seja um sistema diferente do nosso, vale ressaltar que ele possui institutos análogos aos do civil law, como o princípio da boa-fé. Sobre o tema, assevera o Professor Menezes Cordeiro: “O simples facto de a boa-fé, nos moldes pandectísticos, ser desconhecida da Common Law não significa que os respetivos ordenamentos não tenham desenvolvido mecanismos próprios para fazer face às exigências e às necessidades locais: a imposição de deveres pré-contratuais é amplamente debatida, tanto pela doutrina como pelos tribunais; a doutrina da frustration faz as vezes do instituto da alteração das circunstâncias; os vários tipos de estoppel remetem-nos, de forma quase imediata, para o venire contra factum proprium; e a obrigação de atuar, na execução dos contratos, no estrito cumprimento da boa-fé é hoje assumida pela maioria dos países anglófonos”. (CORDEIRO, Antônio Barreto Menezes. *Princípio da boa-fé na execução dos contratos no direito inglês*. Revista de Direito Civil Contemporâneo, São Paulo, v. 14, 2018, p. 369-382).

²² Também denominado, no *commom law*, de “non-disclosure agreement” (NDA).

²³ Também denominada, no *commom law*, de “letter of intent” (LoI).

²⁴ É o denominado “memorandum of understanding” (MoU). Neste trabalho, os termos “Memorando de Entendimentos” e “MoU” serão empregados para se referir a um mesmo arranjo contratual.

questão. Apesar de conter algumas premissas do negócio, a carta de intenção é uma expressão de interesse que não costuma ter o objetivo de criar ou constituir uma oferta, obrigação ou acordo legalmente vinculante.

O *term sheet* é um documento bilateral e mais detalhado que a carta de intenção, no qual ambas as partes atestarão seus respectivos entendimentos sobre a celebração do negócio definitivo. Todavia, o *term sheet* costuma ser mais utilizado em operações bancárias ou de mercado financeiro que não são o foco deste trabalho.

Por fim, o MoU é o arranjo mais utilizado nas operações de M&A. Por meio dele, as partes objetivam pactuar por escrito os principais termos e condições necessários à implementação da operação. Enquanto a carta de intenção é um documento unilateral, o MoU normalmente é bilateral por atestar os entendimentos entre as partes. A carta de intenção e o MoU costumam não vincular as partes, mas esses instrumentos podem excepcionar determinadas obrigações e atribuir a elas um caráter vinculante. Um exemplo de redação nesse sentido é a seguinte: “Este MoU possui caráter não vinculante e, exceto com relação às Cláusulas (...), não cria qualquer obrigação para as Partes de realizar a operação nos termos deste MoU”.

Por meio do MoU, as partes manifestam o compromisso e a intenção de negociar, em observância à boa-fé objetiva²⁵, o contrato futuro, sem vinculação e com liberdade de desistência do negócio a qualquer momento. Com relação ao conteúdo, as partes geralmente estabelecem a obrigação de apresentar documentos, dentre os quais se incluem as informações tidas como sensíveis e confidenciais; a realização de estudos técnicos e avaliações, a exemplo da auditoria contábil/financeira que inclui o cálculo de indicadores como o EBITDA²⁶ para avaliação do quanto se pode atribuir àquela sociedade e, a partir deste número, definir o preço de aquisição que constará do contrato definitivo; o levantamento de pendências e verificação da regularidade de procedimentos legais, como a *due diligence*, acima citada; o período de exclusividade outorgado ao potencial comprador, durante o qual os sócios da sociedade alvo (vendedores) ficam proibidos de interagir com terceiros para realização de qualquer negócio relacionado à operação pretendida; a fixação de um prazo para o período de negociações e a

²⁵ “A boa-fé referida no art. 422 do Código é a boa-fé objetiva, que é característica das relações obrigacionais. Ela não se qualifica por um estado de consciência do agente de estar se comportando de acordo com o Direito, como ocorre com a boa-fé subjetiva. A boa-fé objetiva não diz respeito ao estado mental subjetivo do agente, mas sim ao seu comportamento em determinada relação jurídica de cooperação. O seu conteúdo consiste em um padrão de conduta, variando as suas exigências de acordo com o tipo de relação existente entre as partes.” (PEREIRA, Caio Mário da Silva. Instituições de direito civil. Rio de Janeiro, Forense, 2007, p. 20).

²⁶ É um indicador que representa o resultado da operação da sociedade. A sigla vem do inglês *earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*. Em português, também é conhecido como LAJIDA, ou lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização.

obrigação das partes de manter confidenciais todos os documentos, arquivos, informações, discussões, planos, dados e condições que forem revelados por uma parte à outra no contexto da possível operação.

Após a celebração do documento preliminar, o potencial comprador costuma enviar uma NBO (non-binding offer) para apreciação da outra parte. A NBO não é considerada uma obrigação em sentido jurídico estrito²⁷, seja por prever que as partes podem desistir da operação a qualquer momento²⁸, ou por sujeitar a concretização da operação a determinados eventos futuros. A NBO pode assumir uma importante função de “termômetro” do ambiente de negociações: a leitura dos seus termos geralmente permite depreender o que comprador e vendedor podem esperar do comportamento um do outro. Se a negociação avançar, as partes seguem para a celebração do contrato de compra e venda.

A tipologia do contrato preliminar é aleatória e a sua verificação fica sujeita à análise do caso concreto, de modo que qualquer um dos documentos citados acima – carta de intenção, *term sheet* e memorando de entendimentos – pode assumir a característica de contrato preliminar. No entanto, é mais frequente que um contrato preliminar seja estruturado sob a forma de um MoU, por se tratar de um documento bilateral²⁹ no qual os termos e condições da operação futura são apresentados de maneira mais detalhada que nos demais instrumentos.

Ao celebrarem um contrato preliminar, o estágio de negociação das partes é muito mais avançado, estando elas aptas a definir, desde logo, os requisitos negociais do contrato definitivo, dentre os quais podem se incluir o preço, a coisa, os elementos e a forma de pagamento. Todavia, por alguma razão que variará conforme a natureza da operação, as partes ainda não querem celebrar o contrato definitivo. Quando assume tal característica, o instrumento firmado

²⁷ “Visto, assim, o objeto das obrigações, podemos dividi-lo em três categorias: prestações que geram obrigação de dar, tais como entregar dinheiro, entregar apartamento a inquilino que o aluga, pagar aluguéis, entregar quadro encomendado etc.; prestações que geram obrigação de fazer, ou seja, consertar carro avariado, fazer pintura de casa, escrever livro, ou pintar quadro encomendado, realizar cirurgia, prestar serviços de advogado ou qualquer outro etc.; e prestações que geram obrigação de não fazer, como não prestar serviços de advogado à parte contrária, não fazer campanha publicitária para seu cliente e para seu concorrente, ao mesmo tempo, não entregar o mesmo livro a mais de uma editora etc.” (FIUZA, Cesar. *Direito Civil: curso completo*. 2ª ed. Del Rey: Belo Horizonte, 1999, p. 163).

²⁸ Ao contrato do que preceitua o art. 427 do Código Civil a respeito da proposta de contrato: “Art. 427. A proposta de contrato obriga o proponente, se o contrário não resultar dos termos dela, da natureza do negócio, ou das circunstâncias do caso”.

²⁹ “O contrato preliminar pode ser unilateral ou bilateral. O primeiro, complementado e perfeito pelo consentimento de ambas as partes, acarreta deveres para um dos lados, uma das partes. Para os franceses é o mais importante, de vez que eles equiparam o bilateral ao contrato definitivo. Já o contrato preliminar é bilateral quando acarreta deveres para os contratantes, estando já programado o definitivo, com a obrigação recíproca de ambas as partes de darem o seu consentimento”. (PAES, Paulo Roberto Tavares. *Direito Empresarial: estudos e pareceres*. São Paulo: Atlas, 2001, p. 80).

é preparatório, mas já apresenta um caráter vinculante. Por meio dele, as partes obrigam-se a cumprir o contrato de compra e venda futuro³⁰.

Uma das questões de maior importância para o presente trabalho é discorrer sobre o que acontece em caso de rompimento da fase de negociações que antecede a celebração do contrato definitivo. Em regra, não há maiores consequências, porque as partes estão cientes de que o documento preliminar, caso celebrado, não tem caráter vinculante. Por outro lado, quando se está diante de um contrato preliminar, com obrigação de contratar, se o instrumento contiver todos os requisitos do contrato definitivo e dele não constar arrependimento, a parte poderá requerer execução específica, obrigando a outra parte a celebrar o contrato definitivo³¹.

Nesse contexto, as partes celebram um contrato preliminar visando postergar a celebração do contrato definitivo. Pelo contrato preliminar, as partes se obrigam a concluir o contrato definitivo, havendo uma nítida diferenciação, portanto, da situação de meras tratativas, sobre a qual se tratará mais adiante neste trabalho. As partes não se obrigam a satisfazer o âmago contratual, consubstanciado na entrega da participação societária e pagamento do preço, mas sim a celebrar o contrato de compra e venda futuro.

O contrato preliminar tem caráter vinculante, mas, a princípio, seu descumprimento não autoriza a parte que se sentiu prejudicada a exigir o pagamento pela aquisição da participação societária. O direito seria, na verdade, de exigir a celebração do contrato definitivo. A controvérsia está no fato de que, especialmente nos contratos de M&A, existe uma zona cinzenta na qual o contrato preliminar pode assumir as características de um contrato definitivo.

Para identificar os casos em que a parte que rompeu o contrato preliminar pode ser responsabilizada, importante compreender em que consistem os denominados “requisitos” do contrato definitivo. Como preparação para essa etapa, passa-se a uma análise pormenorizada dos aspectos que podem ser observados em uma operação de compra e venda de participação acionária, os quais serão úteis para a identificação dos requisitos que importam à concretização do negócio e que, conseqüentemente, precisam estar presentes no documento preliminar para enquadrá-lo na categoria de contrato definitivo.

³⁰ Código Civil: “Art. 462. O contrato preliminar, exceto quanto à forma, deve conter todos os requisitos essenciais ao contrato a ser celebrado.”

³¹ Código Civil: “Art. 463. Concluído o contrato preliminar, com observância do disposto no artigo antecedente, e desde que dele não conste cláusula de arrependimento, qualquer das partes terá o direito de exigir a celebração do definitivo, assinando prazo à outra para que o efetive.”

2. PARTICULARIDADES DAS OPERAÇÕES DE COMPRA E VENDA DE PARTICIPAÇÃO ACIONÁRIA

As operações de M&A, ou fusões e aquisições, consistem na compra e venda de ativos e/ou participações societárias de uma ou mais sociedades, comumente denominadas “sociedades alvo” ou *targets*³². Essas operações se concretizam por meio da “combinação de negócios” e de reorganizações societárias. Ao optarem por realizar determinada operação, comprador e vendedor buscam, primordialmente, implementar uma estratégia de criação ou maximização de valor que gere resultados financeiros satisfatórios para ambas as partes.

Como o foco das partes não está na forma jurídica a ser adotada para estruturar a operação, ela pode assumir formatos bastante diversos. Por esse motivo diz-se que não existe uma “receita de bolo” para operações dessa modalidade. No entanto, ao observar a praxe do mercado, é possível identificar uma estrutura habitual e mais frequente, à qual se agregam as particularidades de cada operação.

A primeira fase é marcada pelas negociações preliminares ou tratativas, as quais antecedem a celebração de negócios jurídicos refletidos em instrumentos contratuais. Trata-se da análise do bem que será objeto do contrato, de acordo com os interesses das partes envolvidas, observando os riscos inerentes e possíveis modelagens da operação. Nesta etapa, as partes limitam-se a discutir aspectos comerciais ligados à implementação do negócio, podendo tratar sobre alguns pontos que futuramente constarão dos documentos escritos. Nos contratos de M&A, o ambiente de negociações preliminares é mais duradouro. Geralmente, ele depende de uma série de etapas em que as partes conversam, se reúnem, buscando justamente definir aspectos de um contrato futuro que poderá vir a ocorrer ou não (informação verbal).³³

Ato subsequente, passa-se à celebração dos instrumentos contratuais iniciais. Tais instrumentos visam a disciplinar a etapa de acesso à informação, investigação da sociedade alvo e amadurecimento da ideia de concretizar a operação. Normalmente, não há como atribuir a eles a natureza de um contrato preliminar, visto não terem por objeto a obrigação das partes de celebrarem um contrato definitivo. Essa categorização só será possível quando o documento contiver todos os requisitos do contrato definitivo, conforme pontuado acima.

³² Ambos os termos serão utilizados no presente trabalho e deverão ser entendidos como sinônimos, ou seja, trata-se da sociedade cuja participação está sendo alvo de negociação entre as partes com vistas à realização de uma operação de M&A.

³³ Fala do prof^o Giovanni Ettore Nanni no curso Direito Civil Aplicado I Disputas de M&A – Negociações Preliminares, Curso Prático de Arbitragem, em 3 fev. 2022.

Após a celebração dos instrumentos, as partes normalmente seguem para a realização da *due diligence*. Esta é a etapa em que as empresas de auditoria investigam todos os aspectos relevantes dos negócios da sociedade alvo, revendo as suas práticas e rotinas em diversas áreas (financeira, fiscal, trabalhista, contábil, ambiental, previdenciária, dentre outras). Os advogados, por sua vez, ficam encarregados de analisar juridicamente as contingências materializadas (isto é, os processos administrativos e judiciais em andamento), classificando as chances de perda em “prováveis”, “possíveis” e “remotas”. Durante a *due diligence*, é muito comum o aparecimento da discussão sobre os denominados passivos ocultos, ou seja, que não aparecem nas informações coletadas e que precisam estar contemplados de alguma maneira no contrato de compra e venda com os correspondentes reflexos no preço.

Com a conclusão da *due diligence*, ou, algumas vezes, em paralelo à sua realização, as partes dão início à fase da negociação propriamente dita, durante a qual conversam de maneira mais aprofundada sobre os pontos que deverão constar do contrato de compra e venda. No processo de formação do contrato definitivo, várias nuances podem interferir no andamento das negociações e até impedir que as partes atinjam o objetivo pretendido, qual seja, a efetiva implementação da operação. É importante explorar, portanto, os aspectos mais relevantes desse processo, na tentativa de identificar o momento no qual as partes assumem o compromisso de concretizar a operação.

2.1. O processo de formação do contrato de compra e venda de participação acionária

Em sua obra “Execução do Contrato Preliminar”, Alcides Tomasetti Jr. trata sobre as nuances do período que antecede a celebração do contrato definitivo³⁴. Conforme as partes avançam nos acordos sobre os pontos que formarão o regramento contratual, é possível identificar estágios cada vez mais completos, nos quais o conteúdo do contrato definitivo já se encontra totalmente inserido no contrato preliminar – podendo este se materializar em qualquer acordo por escrito, independentemente da forma jurídica adotada pelas partes. Com relação às fases que compõem referido período, um termo comumente empregado pela doutrina é o de “formação progressiva do contrato”³⁵.

³⁴ “(...) a análise da preliminaridade contratual revela a elasticidade do primeiro contrato relativamente a compreensibilidade, maior ou menor, do conteúdo do segundo, com a consequência de se apresentar, no encadeamento contrato preliminar-contrato definitivo, uma programação variável quanto à estabilização e a fixação do regramento contratual cuja introdução é diferida.” (TOMASETTI JR., Alcides. Execução do Contrato Preliminar. Universidade de São Paulo – Faculdade de Direito. São Paulo, 1982, p. 26).

³⁵ “A formação do contrato, seguindo essa linha, deve ser encarada como um verdadeiro encadeamento de atos e fatos sucessivos dirigidos à avença contratual e à assunção de obrigações pelas partes.” (GRECCO, Renato. *O*

Em uma operação de compra e venda de participação acionária, costuma existir um período consideravelmente longo no qual as partes já tiveram algum contato, mas ainda não definiram por completo os pontos que constarão do contrato definitivo. Abordaremos a seguir os principais aspectos que caracterizam esse período em razão da sua importância para o bom andamento da avença contratual.

2.1.1. Início das negociações

Como já visto, os contratos empresariais contemporâneos – dentre eles os contratos de M&A – são marcados pela complexidade e por esse motivo a sua celebração não é instantânea. Como já dito, esses contratos estão sujeitos à realização de uma etapa preparatória, durante a qual as partes discutem cláusulas, valores, minutas, mas ainda em um ambiente de conversações, não existindo, portanto, o contrato propriamente dito. Especificamente sobre o que compreende esta fase, pontua Fábio Pedro Alem, em sua dissertação sobre o contrato preliminar:

As tratativas ou negociações preliminares consistem em simples conversações prévias, debates, sondagens e estudos de interesses; nesta fase da formação do contrato as partes trocam impressões, formulam hipóteses e indagam sobre a situação econômico-financeira da outra parte, sem que haja qualquer vinculação jurídica contratual para os participantes.

O principal objetivo desta fase da formação do contrato é preparar o consentimento das partes para a celebração de um contrato futuro, que pode até mesmo ser efetuada simultaneamente com diversas pessoas, culminando a contratação com aquela que oferecer as melhores condições para celebração do negócio.

Vale destacar que, muito embora o período de tratativas seja o momento no qual as partes estão “livres” para decidirem se seguirão com a celebração do contrato, não se pode concluir que ele é livre de amarras e tampouco de tutela jurídica. A boa-fé objetiva, por exemplo, deve ser observada pelas partes por ser necessária em todas as relações negociais e, se houver a violação deste princípio por uma das partes, a parte que se sentir prejudicada pode pleitear a responsabilização civil da parte contrária.

momento da formação do contrato: das negociações preliminares ao vínculo contratual. São Paulo: Almedina Brasil, 2019. p. 50).

No âmbito das tratativas, as partes discutem quais cláusulas desejam incluir nos documentos definitivos. Vejamos, a seguir, alguns dos assuntos mais comuns de serem abordados nesta fase.

Uma primeira discussão costuma envolver a obrigação dos vendedores de indenizarem o comprador, bem como a sociedade alvo (após o fechamento da operação), por todas e quaisquer perdas, danos ou prejuízos, decorrentes ou relacionados a atos, fatos e passivos referentes ao período que anteceder a data do fechamento. Em um primeiro momento, as partes costumam tratar somente sobre a existência ou não da obrigação geral de indenizar do vendedor. A descrição desta obrigação inclui o modo, o prazo e o limite temporal pelo qual os vendedores deverão indenizar o comprador, bem como eventuais garantias à obrigação de indenizar a serem concedidas ao comprador. Esses pontos, contudo, só serão disciplinados detalhadamente no contrato de compra e venda de participação acionária.

Outra questão que costuma aparecer na fase inicial é a denominada não concorrência ou *non compete*, que diz respeito à obrigação dos vendedores de não praticarem, direta ou indiretamente, quaisquer atos que possam representar concorrência às atividades desenvolvidas pela sociedade alvo. A obrigação de não concorrer com a sociedade alvo costuma ser essencial para o comprador seguir com a implementação da operação pretendida. Os termos e as condições aplicáveis ao *non compete* incluem as possíveis exceções a esta obrigação, o seu prazo de vigência e a sua abrangência territorial, aspectos que serão tratados quando da elaboração do contrato definitivo.

Caso as partes se tornem sócias após a implementação da operação³⁶, elas podem tratar sobre a celebração de um acordo para prever os termos e as condições aplicáveis à governança corporativa da sociedade alvo, levando em consideração as respectivas participações por elas detidas na data do fechamento. Inicialmente são levantados alguns pontos que deveriam constar desse acordo, como o eventual exercício de direitos de preferência, direitos de venda forçada (*drag along*) e direitos de venda conjunta (*tag along*). A discussão mais aprofundada sobre esses e outros pontos, contudo, só ocorrerá à medida em que as negociações avançarem.

Outros dois temas que aparecem com frequência nesse primeiro momento são a exclusividade e a confidencialidade, já mencionados nos itens anteriores do presente trabalho. Vale destacar que o potencial comprador pretende investir tempo e recursos financeiros na

³⁶São os casos envolvendo a aquisição de participação societária parcial do vendedor pelo comprador. Além disso, quando a compradora é uma sociedade por ações, ela pode optar por entregar parte de suas ações como parte do pagamento do preço de aquisição da participação societária. Nessa hipótese, haverá a contribuição, pelo vendedor, de quotas representativas do capital social da sociedade alvo ao capital social da compradora.

realização de uma auditoria completa da *target* e quer assegurar que tais recursos não serão perdidos caso os vendedores optem por realizar o negócio com um terceiro. Destarte, as discussões iniciais costumam envolver a outorga, pelo vendedor ao comprador, de exclusividade para a realização de qualquer negócio relacionado à operação, durante um período cujo início e término serão disciplinados nos documentos preliminares.

Além disso, as partes se comprometem a manter confidenciais todas as informações que revelarem uma à outra em razão da possível operação. As obrigações de exclusividade e confidencialidade costumam vincular as partes quando reguladas nos documentos preliminares.

Apesar de extremamente relevantes, nenhum dos pontos acima pode ser considerado como “essencial” para a conclusão de uma operação de M&A. Esses pontos fazem parte do que formará a base do contrato de compra e venda futuro, mas, nas discussões iniciais, são apenas obrigações e compromissos genéricos a serem assumidos pelas partes que ainda carecem de detalhamento e complementação ulteriores. Por isso, é possível associar esse momento inicial das negociações ao estágio que Tomasetti definiu como o “termo mínimo de programação do contrato definitivo”. Segundo o autor, esse termo ocorre, na relação jurídica contratual preliminar, quando fixada, no primeiro contrato, a base do regramento negocial cuja introdução é diferida, subsistindo em aberto pontos negociais que precisam ser objeto de acordos posteriores.

Superada essa fase introdutória das negociações, ou até mesmo em paralelo a ela, as partes iniciam as discussões sobre os elementos que são considerados fundamentais à implementação da operação pretendida. Assim, vê-se que a fase de tratativas apresenta diferentes graus de vinculação, na medida em que o grau de certeza das partes quanto à celebração do contrato definitivo vai ganhando contornos mais bem definidos.

É possível identificar e distinguir duas fases que compõem o período das tratativas: o momento pré-contratual, no qual as partes estão vinculadas por uma relação fundada na confiança de que haverá prestação de informações adequadas, assim como respeito a referidas informações por meio do dever de confidencialidade, ou até mesmo confiança de que, se tudo seguir conforme o planejado, as tratativas serão convertidas na conclusão do contrato de compra e venda de participação acionária; e o momento após o qual o contrato já está concluído, sendo a confiança substituída pela obrigação que vincula as partes ao cumprimento daquele contrato. Embora o princípio da confiança continue importante e precise ser observado pelas partes ao longo de toda a relação negocial, no momento contratual ele deixa de ser a ponte imediata das obrigações contratuais, que passa a ser a autonomia das partes em constarem do contrato

aqueles elementos que julgarem essenciais à celebração do negócio. Vejamos com um pouco mais de detalhes no que consistem tais elementos.

2.1.2. Acordo sobre os “elementos essenciais”

O art. 462 do Código Civil dispõe que o contrato, para ser caracterizado como um contrato preliminar, deve conter todos os “requisitos essenciais” ao contrato a ser celebrado. Nossa legislação, contudo, não forneceu maiores detalhes acerca de quais seriam esses requisitos. Daí é possível depreender que eles podem variar conforme o tipo contratual adotado, subsistindo, todavia, uma lógica que é própria do contrato em sua acepção mais abrangente.

Ainda que o rigor quanto à forma seja menos importante nos contratos envolvendo operações de compra e venda de participação acionária³⁷, a eles permanece aplicável a definição de “contrato” adotada pelo direito civil tradicional³⁸. Segundo ensinamento de Orlando Gomes³⁹, contrato é “o negócio jurídico bilateral, ou plurilateral, que sujeita as partes à observância de conduta idônea à satisfação dos interesses que regularam”.

Neste ponto, vale citar a contribuição de Antônio Junqueira de Azevedo, consubstanciada nos três planos em que a mente humana deve, sucessivamente, examinar o negócio jurídico (do qual o contrato é espécie): plano da existência, plano da validade e plano da eficácia⁴⁰. Quando se trata dos “elementos” do negócio jurídico, Azevedo ensina que eles se referem a tudo aquilo que compõe a sua *existência* no campo do direito⁴¹.

³⁷ “Embora o direito comercial não exija a certeza terminológica tradicional da dogmática civilista – pois a linguagem soberana é aquela empregada pelos comerciantes – vale a pena precisar alguns termos, cujo baralhamento mostra-se prejudicial”. (FORGIONI, Paula A. *Contratos empresariais: teoria geral e aplicação*. 4ª ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019, p. 25-26).

³⁸ A propósito, sobre a regência do acordo de acionistas pelas disposições do direito comum das obrigações: “Importa assinalar que os acordos de acionistas geram direitos e obrigações reguladas substancialmente pelo direito comum e não pelo direito das sociedades, muito embora seus efeitos jurídicos digam respeito à participação acionária em determinada companhia, em seus vários possíveis desdobramentos”. (TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre. *Das sociedades anônimas no direito brasileiro*. São Paulo: José Bushatisky, 1979, vol. I, p. 305).

³⁹ GOMES, Orlando. *Contratos*. 26ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 11.

⁴⁰ “Em tese, porém, o exame de qualquer fato jurídico deve ser feito em dois planos: primeiramente, é preciso verificar se se reúnem os elementos de fato para que ele exista (plano da existência); depois, suposta a existência, verificar se ele passa a produzir efeitos (plano da eficácia). Sendo o negócio jurídico uma espécie de fato jurídico, também o seu exame pode ser feito nesses dois planos. Entretanto, e essa é a grande peculiaridade do negócio jurídico, sendo ele um caso especial de fato jurídico, já que seus efeitos estão na dependência dos efeitos que foram manifestados como queridos, o direito, para realizar essa atribuição, exige que a declaração tenha uma série de requisitos, ou seja, exige que a declaração seja válida. Eis aí, pois, um plano para exame, peculiar ao negócio jurídico – o plano da validade, a se interpor entre o plano da existência e o plano da eficácia.” (AZEVEDO, Antônio Junqueira de. *Negócio jurídico: existência, validade e eficácia*. 4ª ed. São Paulo: Saraiva, 2002, p. 24-25).

⁴¹ *Ibid.*, p. 31.

Os elementos do negócio jurídico podem ser classificados em a) elementos gerais, que são comuns a todos os negócios; b) elementos categoriais, que são próprios de cada tipo de negócio; e c) elementos particulares, aqueles que existem em um negócio determinado, sem serem comuns a todos os negócios ou a certos tipos de negócio⁴². Os elementos gerais são pressupostos sem os quais nenhum contrato existe, podendo ser intrínsecos (forma, objeto e circunstâncias negociais) e extrínsecos (agente, lugar e tempo do negócio)⁴³.

Tais elementos, entretanto, não são suficientes para tratar sobre o contrato enquanto espécie de negócio jurídico e tampouco sobre os tipos contratuais existentes, dentre eles os de compra e venda de participação acionária. Nesse sentido, a discussão sobre os “elementos essenciais” a essa modalidade de contrato se insere, necessariamente, no âmbito dos elementos categoriais, que são um conjunto atrelado à natureza de cada tipo de negócio. Em uma operação de M&A, apesar de caber às partes a prerrogativa de regular em contrato todos os aspectos que considerarem relevantes, pode-se citar alguns exemplos de elementos que estão sempre presentes dentre aqueles tidos como essenciais, a saber: a coisa, o preço e as condições do negócio. Vejamos mais detalhes acerca de cada um deles e como eles costumam aparecer ainda na fase dos documentos preliminares.

2.1.2.1. Coisa

Nessa modalidade de operação, a “coisa” é tanto o ativo ou grupo de ativos isoladamente considerados (bens móveis e imóveis)⁴⁴, quanto a participação societária a ser transferida pelo vendedor ao comprador. No mercado brasileiro, proceder à aquisição de ativos isoladamente implica em maiores custos, dificuldades e onerosidade tributária, razão pela qual as partes costumam organizar essa aquisição na forma de aquisição da participação societária somente⁴⁵.

A estruturação dessa venda pode ser feita por meio da constituição de uma nova sociedade e a conferência ao capital social, pelo vendedor, dos ativos e passivos a serem

⁴² Ibid., p. 32.

⁴³ Ibid., p. 34.

⁴⁴ Código Civil: “Art. 82. São móveis os bens suscetíveis de movimento próprio, ou de remoção por força alheia, sem alteração da substância ou da destinação econômico-social.

Art. 83. Consideram-se móveis para os efeitos legais:

I - as energias que tenham valor econômico;

II - os direitos reais sobre objetos móveis e as ações correspondentes;

III - os direitos pessoais de caráter patrimonial e respectivas ações.”

⁴⁵ Há casos específicos em que a aquisição de ativos acaba sendo mais interessante para as partes, como as operações envolvendo sociedades reguladas. Nessas sociedades, as alterações societárias costumam estar sujeitas à aprovação de órgãos públicos. Se as partes têm urgência na conclusão do negócio e os ativos não são regulados, a venda direta desses ativos pode se mostrar mais eficiente que obter a anuência prévia do regulador.

transferidos para referida sociedade, cujas quotas ou ações são na sequência adquiridas pelo comprador. Ela também pode ocorrer por meio da transferência direta ao comprador de quotas ou ações de sociedade pré-existente, que já figura como detentora dos ativos e passivos objeto do negócio. Caso o comprador tenha interesse em adquirir ativos específicos, uma terceira forma de viabilizar a operação é por meio da cisão parcial dessa sociedade pré-existente, de modo a segregar tais ativos em uma sociedade cindida cujas quotas ou ações serão posteriormente adquiridas pelo comprador. Como visto, as possibilidades são as mais variadas sob o ponto de vista jurídico, de modo que as partes atribuem maior relevância ao negócio em si em comparação com a forma a ser adotada.

As partes geralmente definem no início das negociações qual será a participação societária adquirida. Assim, esse é um dos elementos que certamente constará do documento preliminar, podendo aparecer sob a seguinte forma: “a operação, se e quando implementada, contemplará a aquisição, de forma direta ou indireta, pelo comprador, de participação societária detida, direta ou indiretamente, pelo vendedor na sociedade alvo, considerada com todas as suas unidades e filiais”. Um outro modo de descrever a “coisa”, quando se tratar da contribuição das quotas ou ações de uma sociedade ao capital social de outra, é o seguinte: “as partes pretendem implementar a transação por meio da constituição de uma sociedade anônima que passe a deter a totalidade das quotas representativas do capital social da sociedade e as partes avaliarão a estrutura da transação considerando-se os objetivos pretendidos e a melhor eficiência tributária aplicável”.

O que pode variar é o tamanho dessa participação societária, que costuma ser expressa em um percentual do capital social da sociedade alvo e aparecer nos documentos preliminares na forma de um compromisso assumido perante o vendedor, conforme o seguinte trecho: “o comprador adquirirá 80% (oitenta por cento) da participação do vendedor no capital social da sociedade”. Para a fixação do percentual, é importante analisar as perspectivas de receita da sociedade alvo nos anos seguintes ao fechamento da operação pretendida, o comprador toma por base determinados indicadores financeiros da sociedade alvo, mas o vendedor também apresenta os indicadores que considera mais adequados, os quais podem ou não coincidir com aqueles levantados pelo comprador. Por meio desse procedimento, as partes negociam qual será o valor de avaliação final da participação transferida, ou seja, o preço a ser pago pelo comprador para adquirir as quotas ou ações da sociedade alvo. Neste ponto é que se insere o segundo elemento considerado essencial à compra de venda de participação: o preço.

2.1.2.2. Preço

O preço da participação societária é determinado pelas próprias partes ao longo do processo de negociação do contrato definitivo⁴⁶. Conforme pontuado no item anterior, o comprador realiza estudos prévios na sociedade alvo com objetivo de determinar o seu *valuation*⁴⁷ e, a partir dele, fixar o preço que acredita corresponder a um determinado percentual de participação dessa sociedade. O *valuation* da fase inicial pode sofrer ajustes caso as premissas utilizadas para calculá-lo sejam modificadas no decorrer da negociação, hipótese em que as partes acordam um ajuste no preço de aquisição a ser disciplinado com mais detalhes no contrato definitivo.

Independentemente de estar sujeito a ajustes, o preço é, em síntese, a quantidade expressa em moeda corrente que o comprador está disposto a desembolsar para adquirir a participação societária, sendo um dos elementos mais importantes das operações de M&A⁴⁸. O preço sempre aparece na fase dos documentos preliminares e suas bases gerais podem ser expressas da seguinte forma: “o comprador irá adquirir uma participação no capital social da sociedade alvo, mediante o pagamento ao vendedor do valor total estimado em X, calculado com base na fórmula abaixo e sujeito à confirmação das premissas indicadas na Cláusula Y abaixo”.

O pagamento pode ser à vista, que geralmente ocorre no ato da transferência das quotas ou ações (fechamento), ou parcelado, que geralmente ocorre em datas pré-determinadas pelas partes (uma das possíveis formas é realizar o pagamento das parcelas em periodicidade anual, sempre na data de aniversário do fechamento). Além disso, o comprador pode exigir que uma parcela do preço fique retida até que o vendedor conclua determinadas providências necessárias para a efetiva implementação da operação pretendida. As partes também podem pactuar a

⁴⁶ “Varia o nível de dificuldade na fixação do preço da participação societária a ser adquirida, pois há alguns contratos mais complexos do que outros, inclusive, o tipo de sociedade e seu porte são fatores que contribuem para a diferente complexidade. Isto é, a depender das circunstâncias fáticas, o cálculo do preço será mais ou menos complexo”. (BENETTI, Giovana. *Dolo no Direito Civil: Uma Análise da Omissão de Informações*. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 315).

⁴⁷ “Valuation ou avaliação de uma empresa é o processo de estimar o seu valor de uma forma sistematizada, usando um modelo quantitativo. Mas, mesmo assim, envolve certa dose de subjetividade no julgamento ao definir premissas e selecionar fontes de dados. Por isso, a confiabilidade do resultado depende da percepção do mercado e da lógica embutida nas decisões de quem lidera a empresa”. Valuation: como calcular o valor da sua empresa. 21 fev. 2014. Disponível em: <https://endeavor.org.br/dinheiro/valuation-como-calculiar-o-valor-da-sua-empresa/>. Acesso em: 25 set. 2022.

⁴⁸ Segundo Silvio de Salvo Venosa: “A venda pressupõe necessariamente um preço. Sem estipulação de preço, inexistente venda. O preço é contrapartida da entrega da coisa na compra e venda. (...) O preço deve ser determinado ou determinável. Se não vier determinado, é necessário que sejam fixados parâmetros para essa determinação.” (VENOSA, Silvio de Salvo. *Direito civil: contratos em espécie*. 7ª ed. São Paulo: Editora Atlas, 2007, v. 3, p. 14).

estipulação de um mecanismo denominado *earn out*, por meio do qual o pagamento pelo comprador de uma parcela do preço fica sujeito à ocorrência de um determinado evento, como o atingimento de uma meta ou cumprimento de uma condição pelo vendedor⁴⁹.

Seja ela qual for, é comum que as partes discutam a forma de pagamento ainda no início das negociações. Já a discussão sobre a determinação do preço⁵⁰, em razão do trabalho despendido para sua definição, pode se estender até momentos antes da assinatura do contrato definitivo.

2.1.2.3. Condições

Um terceiro elemento constitutivo do contrato de M&A refere-se às condições do negócio que será firmado entre as partes. Dentre os elementos essenciais citados neste capítulo, as condições se mostram as mais controversas quanto à necessidade de constarem do documento preliminar para que a ele possa ser atribuído um caráter vinculante. Isso porque, em uma operação dessa natureza, as condições são as mais variadas possíveis e as partes (em especial o comprador, que usualmente detém o maior poder de barganha na negociação) podem arguir que todas elas são essenciais à formação das suas respectivas vontades em celebrarem o negócio.

Independentemente de quantas sejam as possíveis condições, algumas costumam aparecer com mais frequência ainda na fase inicial, de modo que a existência delas no documento preliminar pode ser um indicativo importante de que a operação seguirá conforme as premissas ali avençadas. Uma das condições mais relevantes é a obrigação assumida pelo vendedor de não praticar quaisquer atos que possam representar concorrência às atividades do

⁴⁹ “Dentre as questões mais frequentemente observadas que acabam por gerar celeumas ou mesmo impossibilitar o fechamento de transações corporativa, destaque-se a fixação do preço do ativo ou participação societária a ser transferida (quotas/ações da sociedade alvo). Comprador e vendedor possuem diferentes expectativas em torno da avaliação e rentabilidade do negócio objeto da transação, o que gera conflitos na definição dos valores a serem efetivamente desembolsados”. (DE LIMA, Stefan Lourenço. *A cláusula de earn-out nos contratos de fusões e aquisições*. In: PERES, Tatiana Bonatti. **Temas Relevantes de Direito Empresarial**. São Paulo: Lumen Juris, 2014, p. 373).

⁵⁰ A esse respeito, cumpre destacar alguns dos métodos de avaliação do preço mais utilizados nesse tipo de operação: “(i) Abordagem do Valor Patrimonial: utilização de informações dos bens, direitos e obrigações registrados na contabilidade, separadamente analisados, que compõem a empresa avaliada para fixar seu valor; (ii) Abordagem dos Fluxos de Caixa Futuros: tradução dos benefícios futuros a serem gerados pela empresa ou pelo título de propriedade traduzidos em valores monetários ao longo do tempo e transformados em valor atual; (iii) Abordagem dos Múltiplos: utilização de índices que relacionam o valor a informações contábeis por índices reconhecidos como usuais pelo mercado; (iv) Abordagem do Preço de Transações Semelhantes: uso de transações de compra e venda de empresas similares como base para a fixação dos valores; e (v) Abordagem de Leilão: abertura de concorrência pela compra do ativo em lances que excedam um valor mínimo fixado pelo vendedor.” (ALMEIDA, Ricardo José de. *Avaliação e decisões de investimentos*. In: Saddi, Jairo (org.). **Fusões e aquisições: aspectos jurídicos e econômicos**. São Paulo: Editora IOB-Thomson, 2002, p. 50).

comprador ou da sociedade alvo, conforme mencionado no item 2.1.1 acima. Outras condições, de natureza procedimental, são menos relevantes para a fase inicial e dizem respeito à forma com que a participação societária deverá ser transferida ao comprador, incluindo a data, o local e as providências que precisam ser tomadas por ambas as partes para assegurar que a transferência de titularidade das ações ou quotas ocorrerá sem maiores percalços. O contrato definitivo costuma prever a obrigação do comprador de realizar o pagamento do preço de aquisição, por exemplo, e a do vendedor de ceder e entregar a participação societária em questão, mediante assinatura do termo de transferência lavrado no Livro de Transferência de Ações Nominativas⁵¹ da sociedade alvo.

Vale destacar duas das condições mais relevantes que as partes usualmente negociam ainda nas etapas iniciais. Embora sejam mais bem detalhadas no contrato definitivo, referidas condições costumam aparecer já na minuta do documento preliminar. São elas a obrigação de indenizar e a estipulação de garantias ao cumprimento dos compromissos pactuados.

2.1.2.4. Outros possíveis elementos: procedimentos de indenização e garantias

Uma das cláusulas mais comuns nos contratos de M&A é a que prevê o direito do comprador de se fazer indenizar por todos os passivos da sociedade alvo cujo fato gerador tenha ocorrido em algum momento anterior ao fechamento do negócio. Ao imputar esse compromisso ao vendedor, o comprador busca se proteger do cenário de assimetria informacional com relação às atividades da sociedade alvo realizadas em momento anterior ao início das negociações, ou seja, no período em que os negócios estiveram integralmente sob a gestão do vendedor.

Ainda que o comprador tenha realizado uma auditoria completa nos negócios da sociedade alvo antes de proceder à aquisição da participação societária, subsiste o risco de que algumas práticas ou passivos passem despercebidos ao longo da auditoria ou até mesmo sejam deliberadamente ocultados pelo vendedor. Destarte, para evitar ser chamado a responder por obrigações da sociedade alvo que originalmente não lhe dizem respeito, o comprador costuma exigir que o vendedor fique responsável por indenizá-lo por quaisquer situações cujo fato gerador tenha ocorrido anteriormente ao fechamento da operação.

⁵¹ São os casos em que a sociedade alvo é uma sociedade por ações. Quando se tratar de uma sociedade empresária limitada, a obrigação do vendedor será de proceder ao registro perante a junta comercial competente da alteração de contrato social que delibera a transferência das quotas para o comprador.

A obrigação de indenizar é tão relevante que também costuma aparecer nos documentos preliminares da maneira mais abrangente possível, geralmente da seguinte forma: “o vendedor permanecerá responsável, de forma integral, por todos e quaisquer passivos, obrigações, contingências ou outras responsabilidades em relação à sociedade alvo, suas afiliadas e respectivos estabelecimentos, operações, atividades e negócios decorrentes de atos, fatos, omissões ocorridos até a data de fechamento da operação, revelados ou não no curso da auditoria, e assim, obrigar-se-á a indenizar o comprador por todos e quaisquer dos referidos passivos, obrigações, contingências ou outras responsabilidades”. Posteriormente, as partes discutirão a existência de eventuais limitações a esse dever de indenizar e os procedimentos de indenização que constarão do documento definitivo, mas a ideia geral é que caberá ao vendedor – e a ele somente – arcar com as eventuais consequências dos atos irregulares praticados durante a sua gestão.

No entanto, a mera previsão do compromisso de indenizar não costuma ser suficiente para dar conforto ao comprador. Com o objetivo de assegurar que o vendedor honrará esse compromisso sempre que demandado, o comprador exige o oferecimento de garantias reais, dentre as quais se incluem a hipoteca de imóveis, a alienação fiduciária de bens móveis ou imóveis⁵² e o direito de retenção de quaisquer valores devidos aos vendedores, em especial o preço de aquisição (quando pago em parcelas). Essas garantias são elencadas ainda nos documentos preliminares e os termos e condições de outorga mais bem detalhados no contrato de compra e venda. Em geral, o oferecimento de garantias reais é um ponto de extrema relevância para o comprador, que não deseja ficar descoberto diante do eventual surgimento de contingências do negócio que tiveram origem anteriormente à aquisição da participação societária.

Considerando tratar-se de um tema sensível para ambas as partes, visto que o vendedor também não quer renunciar à sua autonomia patrimonial para garantir um passivo que muitas vezes sequer chega a se materializar, as partes negociam a existência de alguma garantia real

⁵² “Alienação fiduciária em garantia ou propriedade fiduciária é o direito real de garantia pelo qual o devedor aliena ao credor, para fins de garantia, a propriedade de um bem em caráter resolúvel e a posse indireta, permanecendo o devedor com a posse direta, tornando-se proprietário pleno com a quitação integral da obrigação à qual adere. O alienante é chamado tecnicamente de devedor fiduciante e o adquirente, de credor fiduciário. Por ela atribui-se ao credor da obrigação a propriedade resolúvel e a posse indireta, restando ao devedor a posse direta e a possibilidade, se quitar o financiamento, de consolidar em suas mãos a propriedade plena. A propriedade do credor é temporária, resolúvel, pois o devedor aliena o bem com a firme expectativa de recuperar o domínio, e assim sucederá obrigatoriamente no momento do adimplemento da obrigação que materializa o implemento da condição resolutiva prevista no pacto. (SCHREIBER, Anderson. *Código Civil comentado: doutrina e jurisprudência*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2021, p. 512).

ainda nas etapas preliminares, mas a identificação dessa garantia e as condições em que ela será outorgada só serão definidas quando da negociação do contrato definitivo.

Após a delimitação dos principais tópicos que costumam aparecer ainda na fase de formação do contrato de compra e venda, cumpre salientar que a relevância atribuída a cada um deles variará conforme os aspectos que caracterizam a operação e sobre os quais trataremos nos itens a seguir. A depender da maneira com que tais aspectos se apresentam na prática, espera-se ser possível traçar um caminho crítico para a identificação dos elementos necessários à concretização do negócio. Após identificados, somente se esses elementos estiverem presentes no âmbito do contrato preliminar de maneira suficientemente completa, a esse instrumento poder-se-á atribuir a natureza de um contrato definitivo.

Um primeiro e importante aspecto a ser considerado nessa modalidade de operação é o seu grau de complexidade, que costuma aumentar na proporção direta do investimento realizado pelo comprador na sociedade alvo.

2.2. Valor e complexidade da operação

Embora as operações de compra e venda usualmente sigam um mesmo sequenciamento de etapas – tratativas preliminares, realização da due diligence, negociação e assinatura das minutas do contrato principal e, em regra, do acordo de acionistas⁵³ e de grande parte dos documentos acessórios, cumprimento das condições precedentes⁵⁴ e, finalmente, o fechamento da operação –, é possível que o tempo transcorrido para a conclusão de cada uma dessas etapas varie consideravelmente a depender das peculiaridades da operação. Operações de maior complexidade costumam envolver quantias vultuosas e por essa razão as partes negociam por mais tempo quais serão as principais condições que devem constar do contrato definitivo, ou seja, o período de tratativas é mais longo nesse caso.

Um exemplo dessa afirmação é o acordo comercial celebrado entre Boeing e Embraer para compra da operação de aviação comercial da companhia brasileira, uma fusão de 5,2

⁵³ “O acordo de acionistas, segundo a nova redação do art. 118, introduzida pela Lei n. 10.303/2001, pode regular atos relativos à compra e venda de ações, preferências para adquiri-las, exercício de direito de voto ou do poder de controle”. (REQUIÃO, Rubens. *Curso de Direito Comercial*. São Paulo: Editora Saraiva, 2003, vol. II, p. 160).

⁵⁴ Entendem-se por condições precedentes (conditions precedent, ou CPs) todas as medidas a serem cumpridas ou renunciadas pelas partes anteriormente ao fechamento da operação, sob pena de não haver fechamento. A lista das condições precedentes decorrerá da estrutura da operação e dos pontos identificados na auditoria que precisam ser solucionados anteriormente ao fechamento da operação.

bilhões de dólares cujos termos foram negociados durante quase dois anos e que não se concretizou por desistência da Boeing⁵⁵.

Um segundo exemplo é a operação de R\$ 7 bilhões envolvendo a aquisição, pelo Carrefour Brasil, do Grupo BIG, anunciada ao mercado em 2021, mas concluída somente em meados de 2022⁵⁶. Neste caso, foi necessário, inclusive, submeter a operação ao Conselho Administrativo de Defesa Econômica para que este se manifestasse sobre a aprovação. Cabe ressaltar, ainda, que as partes provavelmente se engajaram em negociações muito antes de comunicarem a realização da operação ao mercado.

Por fim, vale citar o acordo anunciado em meados de 2022 entre os grupos Fleury e Hermes Pardini, avaliado em R\$ 2,5 bilhões. Segundo divulgado na mídia, o anúncio da combinação de negócios entre as duas companhias foi feito após uma série de tentativas de associação nos últimos anos⁵⁷.

Os exemplos citados acima demonstram que, em operações dessa magnitude, costuma haver um longo período entre o início das tratativas e a assinatura do contrato definitivo. Quanto mais duradoura for a denominada fase pré-contratual, mais desafiadora se torna a identificação dos requisitos para que as partes estejam obrigadas a seguir com o negócio.

Isso porque as negociações preliminares são o momento no qual as partes põem na mesa tudo aquilo que consideram essencial à formação de suas respectivas vontades. Caso tais negociações se estendam por muito tempo, é comum que surjam novas reivindicações tidas como essenciais, podendo o comprador exigir do vendedor o oferecimento de alguma garantia adicional ou o reforço da garantia já outorgada em razão de uma nova demanda ajuizada contra a sociedade alvo nesse período, por exemplo. Além disso, em toda negociação, é sabido que as partes possuem expectativas em relação à conduta uma da outra, mas o comportamento de ambas pode mudar drasticamente com o passar do tempo à medida em que as discussões se avolumam e novos acontecimentos alteram o cenário que o comprador tomou por base para a realização do investimento.

⁵⁵ Logo após a Boeing anunciar a desistência do acordo, a Embraer a acusou de fabricar falsas alegações para não concluir o negócio, conforme afirmado em nota pública a esse respeito: “A empresa acredita que a Boeing adotou um padrão sistemático de atrasos e violações repetidas ao acordo global de operações, devido à falta de vontade de concluir a transação, sua condição financeira, ao 737 Max e outros problemas comerciais e de reputação”. Disponível em: <https://exame.com/exame-in/o-sonho-acabou-fusao-de-52-bi-de-dolares-de-embraer-e-boeing-e-cancelado/>. Acesso em 12 dez, 2022.

⁵⁶ Disponível em: <https://g1.globo.com/economia/noticia/2022/06/07/carrefour-conclui-aquisicao-do-grupo-big.ghtml>. Acesso em 12 dez, 2022.

⁵⁷ Nesse sentido, Roberto Santoro, presidente-executivo do Hermes Pardini, afirmou à época de divulgação do acordo: “Empresas de saúde são muito orientadas tecnicamente. É natural que levasse um tempo para essa transformação de governança, de olhar para o mercado. Agora, acho que alcançamos a maturidade para tomar essa decisão.”

No entanto, existe uma outra forma de enxergar a questão que é o investimento de tempo e dinheiro realizado por uma das partes para viabilizar a conclusão da operação. Quanto maior o período entre o início das negociações e a assinatura do contrato definitivo, maiores serão as chances de que uma das partes, geralmente o vendedor, precise realizar investimentos significativos para cumprir todas as exigências da parte contrária que supostamente seriam necessárias à concretização do negócio. Desse modo, a parte que se sentiu lesada teria mais facilidade para comprovar em juízo os prejuízos incorridos por uma eventual não realização do negócio.

Portanto, o valor e a complexidade da operação são aspectos que podem interferir diretamente na definição sobre se determinado documento preliminar será um simples protocolo de intenções ou ganhará o *status* de contrato preliminar da operação em questão. Para que não haja dúvidas, vejamos alguns dos aspectos que podem ser avaliados pelo Poder Judiciário para identificar se uma operação possui alto valor e complexidade.

2.2.1. Preço de aquisição das ações

Conforme dito em itens anteriores, o adquirente da participação acionária oferece uma contraprestação, que é geralmente uma quantia em dinheiro, a ser paga integralmente no fechamento da operação ou de maneira parcelada. O valor a ser pago é calculado pelo adquirente mediante análise de determinados indicadores financeiros da sociedade alvo, que mensuram, em essência, a capacidade de geração de receita do *business* ao longo do tempo. Quanto maior o preço de aquisição, mais complexa tende a ser a operação como um todo.

À medida que aumenta o tempo entre o início das negociações e a assinatura do contrato, o preço pode passar de uma simples quantia em dinheiro para outras formas de contraprestação, podendo envolver participações em outras sociedades ou um *earn-out* sujeito à performance do alienante, caso este permaneça à frente da gestão dos negócios da sociedade alvo⁵⁸. O adquirente também pode exigir que uma parte do preço permaneça retida até que o alienante cumpra determinadas condições essenciais ao fechamento da operação, como a obtenção de licenças necessárias às atividades da sociedade alvo, ou até que haja o encerramento de demandas judiciais que possam gerar perdas para a sociedade alvo após o fechamento e, consequentemente, que recairão sobre o adquirente na proporção da participação adquirida.

⁵⁸ GREZZANA, Giacomo. **A natureza jurídica da cláusula de declarações e garantias em alienação de participação societária**. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo. São Paulo, p. 63. 2019.

O preço de aquisição pode impactar diretamente a etapa de tratativas porque, a depender do tamanho do investimento, as partes (em especial o comprador) podem querer se resguardar ainda mais quanto a eventuais contratemplos experimentados após o fechamento. Assim, em operações com preço de aquisição mais elevado, é razoável esperar que ambas as partes se comportem de modo a antever todos os riscos ainda na fase de assinatura do documento preliminar, dentre eles o de desistência do negócio. Uma maior capacidade de identificar tais riscos enfraquece a ideia de que uma das partes se encontrava em posição de vulnerabilidade perante a outra, dificultando o reconhecimento de um direito de reparação frente à parte que opta por não seguir com a operação.

2.2.2. Poderio econômico das partes envolvidas

Operações de alta complexidade costumam envolver uma ou mais partes altamente sofisticadas, que dispõem de recursos financeiros suficientes para buscar a maximização de seus respectivos interesses ao longo da negociação. Além disso, é usual que comprador e vendedor sejam empresários cuja vontade comum é direcionada para a busca do lucro.

Se uma das partes não gozar dessa sofisticação, o que é comum em operações de baixa complexidade, é possível que se instaure uma situação de dependência econômica na qual a parte contrária conseguirá impor circunstâncias relevantes e determinadas condições à outra parte, que as aceitará para se manter no mercado e muitas vezes desconhecerá as implicações práticas de assunção dessas responsabilidades. Importante ressaltar que este cenário é mais recorrente nos contratos de natureza consumerista, em que se presume uma vulnerabilidade do consumidor no mercado⁵⁹, mas isso não significa que nos contratos de aquisição de participação societária não haverá cenários de vulnerabilidade de uma parte perante a outra.

Nas operações de M&A, o adquirente da participação negociada costuma gozar de mais poder econômico que o alienante. Mesmo em uma operação na qual ambas as partes contam com assessoramento jurídico, é praxe que os assessores do comprador proponham uma primeira versão dos documentos a serem assinados entre as partes ao longo da operação, dentre eles o MoU e o contrato definitivo. Os advogados do vendedor podem fazer as intervenções que julgarem necessárias para resguardar os interesses de seus clientes, mas, em regra, o comprador possui maior poder de barganha para impor as condições que lhe parecerem mais vantajosas.

⁵⁹ Cf FORGIONI, Paula A. *Contratos empresariais: teoria geral e aplicação*, p. 37.

Nesse contexto, o comprador pode exigir do vendedor que este cumpra uma série de providências antes da efetiva aquisição do ativo, mas nem sempre será possível aferir com exatidão se todas as providências foram integralmente cumpridas. O comprador, então, pode se utilizar desse cenário e alegar que o vendedor está inadimplente com determinada condição apenas para não seguir com o negócio.

Segundo a Embraer, a Boeing adotou uma conduta similar ao decidir pela rescisão do acordo comercial firmado entre as companhias: “A Embraer acredita firmemente que a Boeing rescindiu indevidamente o Acordo Global da Operação (MTA) e fabricou falsas alegações como pretexto para tentar evitar seus compromissos de fechar a transação e pagar à Embraer o preço de compra de US\$ 4,2 bilhões”⁶⁰. Impossível, portanto, desconsiderar o aspecto do poderio econômico na análise dos requisitos essenciais à formação da vontade das partes em celebrarem o contrato definitivo.

2.2.3. Assessores jurídicos

Em última instância, as partes de uma operação de M&A têm por objetivo comum concluir a transferência de titularidade do ativo negociado. No entanto, por se tratar de um negócio com interesses contrapostos e que envolve a elaboração de documentos complexos, é esperado e desejável que as partes busquem assessoramento jurídico para auxiliá-las neste processo.

Dentre as principais medidas esperadas dos advogados envolvidos, pode-se destacar o aconselhamento na estruturação da operação, podendo os advogados do vendedor sugerirem uma modelagem com o objetivo de reduzir o imposto de renda a ser pago pelo vendedor sobre o ganho de capital decorrente da venda do ativo ou da participação societária, enquanto os advogados do comprador podem identificar riscos para o adquirente da participação societária ou do ativo decorrentes da modelagem proposta.

Durante a fase de auditoria, os advogados do vendedor normalmente auxiliarão na escolha dos documentos a serem disponibilizados e na resposta aos pedidos de informações e documentos jurídicos feitas pelos advogados do comprador, ao passo que os advogados do comprador serão responsáveis por rever a documentação disponibilizada, solicitar informações e esclarecimentos, elaborar o relatório identificando contingências materializadas e assessorar o comprador sobre a melhor forma de tratar referidas contingências no contexto do negócio.

⁶⁰ Disponível em: <https://g1.globo.com/sp/vale-do-paraiba-regiao/noticia/2020/04/25/embraer-afirma-que-boeing-rescindiu-indevidamente-acordo.ghtml>. Acesso em 14 dez, 2022.

Na negociação do contrato definitivo, os advogados de cada parte participarão dando suporte jurídico a questões negociais e minutando ou revisando referido instrumento. Como já dito, é praxe que a primeira minuta seja preparada pelos advogados do comprador, cabendo aos advogados do vendedor rever a minuta e propor eventuais alterações.

No entanto, a depender da capacidade financeira das partes, é possível que uma ou mais delas não estejam respaldadas por esse assessoramento jurídico ou que ele seja menos especializado. Sem um aconselhamento apropriado acerca dos principais riscos assumidos com a operação, o cenário de vulnerabilidade de uma das partes ganha corpo em caso de desistência do negócio pela parte que se beneficiou desse aconselhamento.

2.2.4. Assessores financeiros e auditoria de procedimentos na sociedade alvo

Um outro aspecto importante na identificação de operações de alta complexidade é a contratação de assessores financeiros e auditores independentes pelas partes. A assessoria financeira pode auxiliar o vendedor na avaliação dos ativos postos à venda, na busca por potenciais compradores e na negociação da operação em si. Do lado do comprador, a assessoria auxiliará no processo de compra, especialmente para prospecção do mercado, avaliação e negociação do preço.

Além disso, as empresas de auditoria contratadas pelo comprador procederão à auditoria financeira, contábil, fiscal, trabalhista e previdenciária, entre outras áreas, bem como prestarão auxílio no *valuation* da sociedade alvo e na revisão do ajuste de preço. O vendedor também poderá contratar auditores para auxiliá-lo no *valuation* e na discussão do mecanismo e do cálculo final do ajuste de preço.

Vale destacar, mais uma vez, que operações de menor complexidade sequer contam com esse assessoramento especializado, ou apenas uma das partes tem condição de contratá-lo, razão pela qual não há como interpretar todos os negócios de compra e venda de participação acionária da mesma forma. Esse pressuposto deve ser considerado na definição dos requisitos que precisam estar presentes ainda na fase das negociações para vincular as partes à efetiva celebração do contrato.

2.2.5. Reorganizações societárias⁶¹

As reorganizações podem revestir as mais diversas formas⁶², mas, em regra, elas fazem parte da própria estrutura para a implementação do M&A ou são um evento complementar, prévio ou posterior, de uma operação. Dentre as formas mais comuns de reorganização está a incorporação⁶³, que consiste na transferência para a sociedade incorporadora, a título de contribuição de capital, do patrimônio líquido da sociedade incorporada, com a consequente extinção da sua personalidade jurídica e a sucessão universal dos seus direitos e obrigações pela incorporadora.

Nas operações de maior complexidade, é provável que haja uma série de reorganizações necessárias antes da efetiva aquisição do ativo. Um exemplo é quando a participação societária a ser adquirida consiste em um grande negócio com vários ativos sob gestão, hipótese em que o ativo visado precisa ser “retirado” da sociedade em questão e posteriormente adquirido. Essa retirada pode ser feita por meio de uma cisão, operação pela qual a companhia transfere parcelas do seu patrimônio para uma ou mais sociedades, constituídas para esse fim ou já existentes, extinguindo-se a companhia cindida, se houver versão de todo o seu patrimônio, ou dividindo-se o seu capital, se parcial a versão.

Independentemente da modalidade de reorganização, a sua existência é de extrema relevância para identificar uma operação de alta complexidade. As operações de baixa complexidade costumam envolver menos etapas e levam menos tempo para serem concluídas.

2.3. Grau de sofisticação das partes

Como visto nos itens acima, as partes envolvidas em uma operação de M&A podem apresentar níveis distintos de sofisticação que variam conforme o grau de complexidade das tratativas. Não obstante o contrato de compra e venda de participação societária se enquadrar

⁶¹ Como não há uma definição legal que compreenda todas as modalidades de reorganização, para fins deste trabalho, uma “reorganização societária” significará qualquer negócio jurídico que tem por objetivo alterar, entre outros aspectos jurídicos de uma sociedade, o seu tipo societário, a composição de seu quadro acionário, a sua estrutura societária e/ou a composição do seu patrimônio.

⁶² Eis porque, nos contratos de M&A, a preocupação centra-se na finalidade da operação, e não na forma jurídica com a qual se revestirá o instrumento. Nas palavras de Tulio Ascarelli: “eis porque, em tais contratos, devemos preocupar-nos com o objetivo ou fim do contrato e com a possibilidade e com a legitimidade deste objetivo”. (ASCARELLI, Tulio. *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*. São Paulo: Bookseller, 2001, p. 396).

⁶³ Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. “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”.

na categoria dos contratos interempresariais⁶⁴, este viés não aparenta ser suficiente para concluir que todos os empresários possuem níveis idênticos de poder.

Nesse sentido, vale mencionar que, em determinados cenários, uma das partes pode apresentar uma situação de fragilidade econômica perante as demais. A situação de fragilidade se caracteriza quando “um dos contratantes está em condições de impor suas condições ao outro, que deve aceitá-las para sobreviver”⁶⁵.

Em uma operação de M&A, existem indicativos razoáveis de que se está diante de uma situação de fragilidade, dentre eles o exemplo no qual uma das partes possui vários assessores contratados e a outra não possui nenhum. A parte que possui os assessores tem muito mais chances de impor suas condições à outra, visto que em operações dessa modalidade é comum haver peculiaridades que precisam ser esclarecidas por pessoas com conhecimento da matéria e experiência prévia em operações com aspectos similares. A mesma situação acontece quando uma das partes está muito mais bem assessorada do que a outra em termos de expertise dos profissionais envolvidos.

As situações de dependência econômica são bastante comuns no âmbito das operações de M&A, mas não há nada de errado com o fato de uma empresa ser economicamente superior a outra. Principalmente no campo do direito empresarial, é esperado que ocorra um certo grau de disparidade econômica entre os agentes, haja vista que eles atuam em um ambiente de competição e conforme os usos e costumes do livre mercado⁶⁶.

No entanto, sabe-se que um cenário de disparidade não confere aos agentes o direito de agir em contrariedade à boa-fé, princípio que será abordado com mais detalhes mais adiante neste trabalho. Em outros termos, caso uma das partes tenha a sua legítima expectativa frustrada, o comportamento da outra parte que deu causa a essa frustração pode ser rechaçado pelo sistema, nos termos dos artigos 187⁶⁷ e 422⁶⁸ do Código Civil. Um exemplo notório desse comportamento é o de ruptura injustificada das negociações ainda na fase de tratativas. Em uma

⁶⁴ “A atenção do comercialista recai necessariamente sobre os contratos interempresariais, ou seja, aqueles celebrados entre empresas, i.e., em que somente empresas fazem parte da relação. Ao assim proceder, identificamos os contratos empresariais como aqueles em que ambos (ou todos) os polos da relação têm sua atividade movida pela busca do lucro.

⁶⁵ (FORGIONI, Paula A. *Contratos empresariais: teoria geral e aplicação*. 4ª ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019, p. 35).

⁶⁶ Constituição Federal: “Art. 170. A ordem econômica, fundada na valorização do trabalho humano e na livre iniciativa, tem por fim assegurar a todos existência digna, conforme os ditames da justiça social, observados os seguintes princípios: (...) IV - livre concorrência;”

⁶⁷ Código Civil: “Art. 187. Também comete ato ilícito o titular de um direito que, ao exercê-lo, excede manifestamente os limites impostos pelo seu fim econômico ou social, pela boa-fé ou pelos bons costumes.”

⁶⁸ Art. 422. Os contratantes são obrigados a guardar, assim na conclusão do contrato, como em sua execução, os princípios de probidade e boa-fé.

operação de M&A, a parte menos sofisticada tem maior probabilidade de se ver frustrada por um comportamento da parte “mais forte”, mas, para que se configure uma violação à boa-fé, referido comportamento precisa ser mensurado em termos objetivos.

2.4. Aspectos concorrenciais

As sociedades, isto é, os agentes econômicos⁶⁹, atuam em um ambiente de mercado e o direito empresarial é concebido para assegurar a continuidade do funcionamento desse mercado – e não dos agentes individualmente considerados⁷⁰. Isto posto, sendo o contrato de compra e venda de participação societária uma modalidade de negócio jurídico firmado entre comerciantes, cabe ao direito atuar como um mediador dessa relação para proteger o interesse geral do comércio, mas, ao mesmo tempo, garantir que os agentes atuem em observância aos princípios constitucionais, sendo um dos mais relevantes o da livre concorrência.

O princípio da livre concorrência está previsto no artigo 170, inciso IV⁷¹ da Constituição Federal e, por meio dele, a intenção é que os agentes econômicos possam atuar livremente em um ambiente competitivo sem se preocupar com a conduta anticompetitiva de outros agentes. Conforme bem colocado por Túlio Ascarelli, “a concorrência obriga os produtores a procurarem, constantemente, a melhoria de seus produtos e a diminuição do preço de custo”⁷².

No Brasil, um dos órgãos formadores do sistema de defesa da concorrência é o Conselho Administrativo de Defesa Econômica – CADE. Dentre as funções de um dos órgãos que compõem a estrutura do CADE, a Superintendência-Geral, está a de instaurar e instituir procedimentos para apuração de atos de concentração econômica⁷³. Como visto, uma operação de M&A nada mais é do que a associação entre agentes econômicos que visam consolidar

⁶⁹ “A empresa não apenas “é”; ela “age”, “atua”, e o faz por meio dos contratos. (...) A empresa cristaliza-se na sua atividade de interagir; a empresa é agente econômico.” (FORGIONI, Paula A. *Contratos empresariais: teoria geral e aplicação*. 4ª ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019, p. 23).

⁷⁰ O direito comercial, portanto, não pode ser visto como o direito do comerciante individual, mas sim como o Direito do Mercado. (FRAZÃO, Ana. *Do direito da empresa ao direito da empresa e dos mercados*. In: Revista de Direito Empresarial, Belo Horizonte, ano 15, n. 1, 2018, p. 105-122).

⁷¹ Art. 170. A ordem econômica, fundada na valorização do trabalho humano e na livre iniciativa, tem por fim assegurar a todos existência digna, conforme os ditames da justiça social, observados os seguintes princípios: (...) IV - livre concorrência;”

⁷² ASCARELLI, Tullio. *Os Contratos de cartel e os limites de sua legitimidade no direito brasileiro*, Ensaios e pareceres, p. 223.

⁷³ Lei nº 12.529, de 30 de novembro de 2011. Art. 13. Compete à Superintendência-Geral: (...) V - instaurar e instruir processo administrativo para imposição de sanções administrativas por infrações à ordem econômica, procedimento para apuração de ato de concentração, processo administrativo para análise de ato de concentração econômica e processo administrativo para imposição de sanções processuais incidentais instaurados para prevenção, apuração ou repressão de infrações à ordem econômica;”

determinada fatia de mercado. Nesse cenário, o órgão concorrencial pode entender que determinadas associações constituem infrações à ordem econômica na medida em prejudicam inadequadamente a atuação dos concorrentes no mercado.

A lei concorrencial, no entanto, estabelece valores mínimos de faturamento dos grupos envolvidos na operação para que determinado ato de concentração seja submetido à apreciação do CADE⁷⁴. Assim, caso existam questões concorrenciais na operação, existe uma alta probabilidade de que se esteja diante de um caso complexo, no qual o tempo transcorrido entre o início das negociações e a assinatura do contrato de compra e venda será mais longo do que nas operações em que a autoridade concorrencial não precisa se manifestar.

2.5. Segmento de negócio

O setor da economia no qual a sociedade alvo atua é um outro aspecto que deve ser considerado pelo Poder Judiciário na análise dos casos concretos. Isso porque alguns setores são mais regulados que outros e isso pode gerar entraves para a efetiva transferência da participação societária. Nos casos em que a aquisição envolve uma sociedade regulada, a aquisição de ativos acaba se mostrando mais interessante para as partes, visto que eventuais alterações no quadro societário estariam sujeitas à aprovação por órgãos públicos.

É possível, no entanto, que os ativos objeto da aquisição também sejam regulados, caso em que as partes precisam obter anuência prévia do regulador e somente então efetuar a segregação desses ativos. A necessidade de tomar tais providências acaba retardando a assinatura do contrato definitivo e conseqüentemente o fechamento da operação. Alguns exemplos de setores altamente regulados são os de educação, energia e saneamento básico.

Cumprе salientar, ainda, que cada segmento envolverá a obtenção de licenças regulatórias específicas e muitas vezes necessárias para viabilizar o exercício das atividades pela sociedade alvo. Como regra, as licenças regulatórias estão vinculadas ao CNPJ e ao endereço da sociedade alvo e normalmente não são passíveis de transferência. Assim, em qualquer operação na qual ocorra alteração do CNPJ ou do endereço em decorrência da transferência da participação societária, será necessário obter uma nova licença para exercício

⁷⁴ 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 um 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).

daquela atividade. O comprador pode exigir, por exemplo, que a obtenção de determinada licença pelo vendedor seja uma condição precedente ao fechamento da operação, hipótese na qual a conclusão dessa providência se tornaria, para o comprador, um aspecto essencial à concretização do negócio.

2.6. Envergadura da sociedade alvo

Um outro aspecto a ser considerado para caracterizar uma operação de M&A é o tamanho da sociedade na qual o adquirente pretende investir. Existem algumas métricas comumente utilizadas pelas partes para auferir o valor de uma sociedade, muito embora esse valor seja quase que por definição algo subjetivo. O vendedor, por exemplo, tende a avaliar a sociedade em um patamar mais elevado por ser o detentor daquela participação societária⁷⁵, ao passo que o comprador, muitas vezes por excesso de cautela, costuma subavaliar o ativo negociado. Essa discrepância na atribuição de valor também ocorre em razão da assimetria informacional entre comprador e vendedor sobre a qual tratou-se na introdução deste trabalho.

A despeito do componente de subjetividade, algumas das métricas utilizadas e que interferem diretamente no cálculo do preço de aquisição consistem na apuração do EBITDA, lucro líquido e receita da sociedade. Vale destacar que a apuração do EBITDA, que é uma das métricas mais utilizadas, depende do cálculo de diversos valores e é passível de diferentes interpretações por cada um dos assessores contratados pelas partes. Assim, um dos temas que mais gera disputa entre as partes durante o período das negociações é a definição do preço de aquisição, a qual ocorre com base nos números apresentados pela sociedade no passado e na expectativa de performance futura acompanhada por uma taxa de desconto. Se comprador e vendedor atingirem um impasse sobre qual deve ser o valor do EBITDA da sociedade alvo e a diferença entre os valores apurados for muito grande, as chances de que referida operação de M&A não se concretize são altas.

Além disso, quanto maior o valor de avaliação da participação que se pretende adquirir, maior é o nível de exposição do comprador e, conseqüentemente, o seu desejo de se cercar de todas as proteções possíveis antes de prosseguir com a efetiva aquisição do ativo. Essa conjuntura pode implicar a necessidade do comprador de dedicar ainda mais tempo à fase que

⁷⁵ Este fenômeno pode ser explicado pelo denominado “efeito posse” ou, em inglês, “endowment effect”, consubstanciado na inclinação do indivíduo a valorizar mais um item que possui do que o mesmo item caso este não faça parte de sua dotação.

antecede a celebração do contrato definitivo, com o objetivo de assegurar que todos os riscos por ele vislumbrados serão endereçados de alguma forma.

Caso a abordagem desses riscos seja feita ainda nas etapas preliminares, o vendedor pode tomar uma série de providências para viabilizar a aquisição do ativo nos moldes pretendidos pelo comprador e ainda assim se ver prejudicado pela não concretização da operação. Por esse motivo é importante considerar o tamanho da exposição a que o comprador está sujeito no contexto da aquisição, haja vista que ele interferirá diretamente na quantidade de providências cujo cumprimento se exigirá do vendedor antes da consumação da operação.

2.7. Utilidade de cada aspecto para a definição dos requisitos à concretização do negócio

Uma vez abordados alguns dos aspectos presentes em uma operação de M&A, mas cujas características podem variar conforme a natureza da operação em questão, importante explorar o quanto cada aspecto pode influenciar na existência de condições consideradas essenciais para o fechamento do negócio.

A fase pré-contratual é um processo dirigido à obtenção do consenso entre as partes, o qual, uma vez formado, dará origem à formação do contato. Se não houver consenso, as negociações mantidas entre as partes e os documentos por elas produzidos durante esse período não possuirão caráter vinculante. Contudo, em uma operação de M&A, a identificação do momento no qual o contrato é formado é especialmente desafiadora⁷⁶.

É possível que as partes atinjam o consenso com relação a vários aspectos da negociação e celebrem, por exemplo, um memorando de entendimentos no qual esses elementos estão presentes. Após a assinatura do documento, comprador e vendedor agirão no sentido de dar cumprimento às prestações por eles “contratadas”, sem, todavia, proceder à efetiva celebração do contrato de compra e venda. Há, nesse caso, a formação de um contrato?

Na tentativa de tornar a resposta mais palpável, insta ressaltar que ela variará conforme os critérios definidos pelas partes como requisitos para a criação do vínculo contratual. Em uma operação de M&A, a definição desses critérios será fortemente influenciada pelos aspectos

⁷⁶ “A questão pode se tornar particularmente mais delicada em contratos de formação progressiva, nos quais a oferta e a aceitação nem sempre são claramente identificáveis ou distinguíveis, o que ocorre também nos contratos de elaboração conjunta, além de diversos outros fatores próprios a contratos formados de maneira progressiva.” (GRECCO, Renato. **O momento da formação do contrato: das negociações preliminares ao vínculo contratual**. São Paulo: Almedina Brasil, 2019. p. 50-51.).

abordados nos itens acima, visto que operações diferentes devem ser analisadas também de forma diferente.

Iniciemos pelo aspecto do valor e complexidade da operação. Em uma operação cujo valor do investimento é mais alto, o comprador pode querer negociar uma série de aspectos que sequer seriam levantados pelas partes em operações de tickets menores, razão pela qual a lista de requisitos para a celebração do contrato será provavelmente mais extensa. Nesses casos, se a aquisição da participação acionária for parcial, o comprador pode exigir um nível maior de ingerência no negócio, que guarde ao menos alguma proporção com o tamanho do investimento a ser por ele realizado. Assim, as partes podem prever, ainda no âmbito do memorando de entendimentos, a celebração de um acordo de acionistas que delimitará a extensão dos direitos atribuídos a comprador e vendedor enquanto detentores de participação no negócio.

Se uma das partes desiste de seguir com a compra e venda sem que os principais termos do acordo de acionistas tenham sido objeto de consenso, as chances de se atribuir algum grau de vinculatividade ao memorando de entendimentos são substancialmente menores, razão pela qual a parte prejudicada terá menos condições de imputar à outra algum tipo de responsabilização pela ruptura das negociações. Lado outro, se for uma aquisição total, não haverá a necessidade de celebrar um acordo de acionistas, visto que o comprador será o único detentor das ações de emissão da sociedade alvo após o fechamento da operação.

Um outro aspecto ligado ao tamanho da operação diz respeito ao tempo e esforço investido por ambas as partes no contexto das negociações. Como uma maior complexidade demandará que comprador e vendedor envidem mais esforços para viabilizar o fechamento da operação, ambos passam a ter mais confiança de que a outra parte não irá arbitrariamente abandonar as negociações, aumentando-se, portanto, a expectativa na celebração do contrato. Nesse contexto no qual o princípio da confiança é ainda mais acentuado⁷⁷, uma quebra da legítima expectativa certamente possuirá maior relevância jurídica⁷⁸, ensejando a responsabilização da parte que opta por romper as tratativas, desde que, por óbvio, já se tenha atingido o consenso em relação aos requisitos do negócio.

A sofisticação das partes também influenciará nos aspectos que serão discutidos na fase de negociações e, conseqüentemente, na definição daqueles sem os quais não será possível falar

⁷⁷ O princípio da confiança está abordado com mais detalhes no item 4.4.2 deste trabalho.

⁷⁸ “(...) é verdade também que a fase pré-contratual não é desamparada pelo direito. O processo de negociações e a conduta das partes a caminho da formação do contrato deve ser suficiente para diferenciar as conversações e atos mantidos na fase pré-contratual, das conversações e atos apenas sociais”. (GRECCO, Renato. **O momento da formação do contrato: das negociações preliminares ao vínculo contratual**. São Paulo: Almedina Brasil, 2019. p. 33).

em consenso. Caso o adquirente da participação seja integrante de um grupo econômico maior e esse grupo possua políticas padronizadas de funcionamento, o adquirente pode se ver sem tanta margem de negociação com relação aos aspectos que precisam estar em conformidade com referido padrão, como a necessidade de o vendedor aderir a um acordo de acionistas preexistente ou indenizar em montante superior àquele que seria razoável para ambas as partes caso houvesse abertura para negociação.

Se o comprador deixa evidente desde as etapas iniciais da operação que certos aspectos precisam seguir o padrão do grupo do qual ele faz parte, o vendedor terá mais dificuldades em argumentar que houve uma quebra de expectativa caso o comprador queira se desfazer do negócio em razão da recusa do vendedor em se adequar a referido padrão. Nesse contexto, o comprador agiria de boa-fé⁷⁹ ao deixar o vendedor ciente da necessidade de observância a certos padrões sem os quais a operação não poderia seguir, de forma que esse padrão de comportamento parece ser suficiente para afastar qualquer responsabilidade do comprador pela recusa em seguir com a celebração do contrato de compra e venda. Por óbvio que o cumprimento desse dever de informação pelo comprador deve ser analisado sob uma perspectiva objetiva, sem levar em consideração os aspectos que não foram verbalizados.

Além disso, o fato de o adquirente da participação societária integrar um grupo maior pode acentuar a situação de confiança gerada no alienante de que o contrato será concluído. Isso porque esses grupos costumam contar com uma estrutura robusta e um setor específico voltado exclusivamente para aquisições da mesma natureza, além de pessoal especializado e dedicado ao bom andamento das negociações. Para manter referida estrutura, o adquirente precisa investir recursos significativos na análise das condições para a celebração do contrato, de modo que, sob a perspectiva do alienante, o adquirente tem maior intenção em se vincular dado o grau de esforço despendido por este. A mesma linha de pensamento pode se aplicar para a confiança gerada no adquirente. Isso porque, nas operações envolvendo quantias maiores e prestações mais complexas, o alienante também precisa investir tempo e esforço, ainda na fase das tratativas, na conclusão das providências necessárias para celebração do negócio.

A ausência de formação do contrato por desistência de uma das partes, portanto, implicaria em uma quebra dessa confiança com maiores chances de responsabilização assumindo que a outra parte incorreu em prejuízos demonstrados.

Quanto aos aspectos concorrenciais, importante destacar a principal razão pela qual um comprador opta por adquirir participação acionária de seus concorrentes, consubstanciada no

⁷⁹ O princípio da boa-fé objetiva está abordado com mais detalhes no item 4.4.1 deste trabalho.

desejo de expandir seu o grau de penetração no mercado (*market share*). Nesses casos, como comprador e vendedor atuam no mesmo segmento e posição, comumente com o mesmo tipo de produto, existe alta sinergia entre eles e um forte alinhamento de interesses, na medida em que ambos esperam atingir uma situação mais vantajosa em relação àquela que se encontravam antes da operação por meio da consolidação de uma fatia maior do mercado.

Além disso, operações de M&A entre concorrentes que possuem individualmente uma parcela relevante do mercado costumam envolver um período ainda mais extenso de negociações. Isso porque a implementação da operação é um movimento estratégico, precedido de estudos detalhados de ambas as partes com o objetivo de explorar ao máximo as sinergias advindas da integração entre as sociedades. Por esse motivo é mais provável que comprador e vendedor, em vários momentos ao longo das discussões, externalizem as suas vontades em seguir com a conclusão do contrato. A intenção de vincular-se nesse caso pode ganhar contornos mais bem definidos e gerar nas partes um elevado grau de confiança de que a operação se concretizará nos moldes por elas pretendidos.

Quanto ao segmento de negócio no qual a sociedade alvo atua, tal aspecto pode gerar alguns entraves adicionais à conclusão do contrato e tornar ainda mais difícil a tarefa de identificar momento no qual as partes manifestaram o consentimento. Isso porque alguns segmentos específicos possuem certas particularidades que precisam ser endereçadas no contrato definitivo, de modo que, caso o alienante da participação se recuse em implementar alguma delas, o negócio pode não seguir adiante e dificilmente o adquirente terá alguma responsabilidade decorrente da quebra da confiança ou violação da boa-fé objetiva.

Por fim, sobre a envergadura da sociedade alvo, um aspecto relevante que pode interferir na formação do consentimento das partes em celebrarem o contrato é o de outorga de garantias pelo vendedor. Como já visto, no âmbito do contrato de compra e venda, é praxe que o vendedor se obrigue a indenizar o comprador por todos e quaisquer passivos da sociedade alvo após o fechamento da operação. Para assegurar que o vendedor cumprirá com referida obrigação, o comprador costuma exigir a outorga de garantias específicas.

Nesse aspecto, o memorando de entendimentos pode indicar somente que o contrato definitivo listará as garantias que se façam necessárias para cobrir, total ou parcialmente, o montante de contingências durante todo ou uma parte do período prescricional da obrigação de indenizar do vendedor. Sociedades maiores geralmente possuem uma quantidade maior de passivos em razão do volume de negócios por elas realizado e das várias relações jurídicas firmadas com terceiros (consumidores, empregados, fornecedores, órgãos da administração pública, entidades do terceiro setor, dentre outros). Assim, para cobrir tais passivos, o

adquirente pode exigir a outorga de uma garantia específica, como um imóvel estratégico de propriedade da sociedade, por exemplo, e o alienante da participação pode não concordar com a oneração desse tipo de bem, oferecendo, em contrapartida, uma modalidade de garantia alternativa que, no entendimento do adquirente, não se presta à satisfação adequada do seu direito de crédito.

Se as partes atingirem um impasse com relação à outorga de determinada garantia, esse aspecto será ainda mais sensível para o comprador caso a sociedade alvo apresente um volume substancial de passivos apurados ao longo da auditoria. Assim, sob a perspectiva dos requisitos para a celebração do contrato definitivo, a outorga de garantias será tão mais relevante para o adquirente da participação acionária quanto maiores forem as contingências verificadas em nome da sociedade alvo e dos alienantes dessa participação. É imperioso considerar, portanto, que nas operações de M&A em que a sociedade alvo possui uma envergadura maior e o adquirente objetivar a aquisição de uma participação relevante no negócio, maiores serão as chances de que a outorga de garantia configure um requisito à formação do consentimento do adquirente e conseqüentemente do contrato de compra e venda.

Feitas as considerações sobre os aspectos que podem interferir diretamente na formação do consentimento de ambas as partes em uma operação de M&A, passa-se a abordar, sob uma perspectiva doutrinária, quais são as correntes a respeito do caráter vinculante do contrato preliminar. Mediante análise dessas correntes, busca-se facilitar a identificação de possíveis respostas sobre a caracterização de um documento, no âmbito de uma operação de M&A, como mera minuta ou contrato preliminar.

3. ACORDOS PRELIMINARES: MERA INTENÇÃO OU COMPROMISSO IRREVOGÁVEL?

3.1. Primeira corrente: o contrato só se aperfeiçoa com o acordo sobre todos os seus pontos

Segundo esta corrente, enquanto as partes não chegarem a um consenso sobre todos os pontos a serem abordado em determinado contrato e em relação aos quais deve haver acordo, o contrato, na dúvida, não se reputa celebrado. Nesse sentido, a doutrina dominante defende a identidade de conteúdo de contrato preliminar e contrato definitivo. É ver:

Não se pode, se quer cogitar da existência de um contrato preliminar, porque, elementarmente, tal contrato deve conter todos os elementos do contrato definitivo. É intuitivo. Se o seu efeito é a obrigação de conclusão do contrato futuro, necessário é que as partes o configurem em todas as suas características fundamentais, nos seus dados principais como secundários, de sorte que seja dispensável qualquer negociação ulterior. Se é indispensável discussão posterior para ultimar o contrato definitivo, designadamente sobre o elemento essencial, como no caso da consulta (apuração do valor dos estoques, componente de preço, etc.), então se poderá asseverar como coisa certa, que não admite dúvida, a inexistência de contrato preliminar no perfeito e rigoroso sentido da expressão.” (GOMES, Orlando. *Promessa unilateral, opção e acordo preparatório*. In: *Questões de Direito Civil*. São Paulo: Saraiva, 1976, p. 386).

Essa regra só não seria aplicável se, de maneira inequívoca, as partes quisessem que o contrato se concluísse antes do acerto total, por entenderem que chegariam a ele, posteriormente, sobre os pontos acessórios.

Destarte, se ao negociarem um contrato de compra e venda de participação acionária, que é o caso tratado neste trabalho, as partes chegarem a um consenso sobre a coisa e o preço, mas não ainda sobre o prazo da obrigação de indenizar do vendedor, ponto esse que, segundo a declaração de uma ou ambas, deverá ainda estabelecer-se um acordo, o contrato ainda não se tem por firmado. Um ponto importante sobre essa corrente é que a necessidade do consenso explícito se aplica não somente aos denominados “elementos essenciais” do negócio, que dizem respeito à sua existência, mas abrange, também, os “naturais” e “acidentais” que qualquer das partes queira incluir no contrato. Analisemos com um pouco mais de detalhamento no que consistiriam cada um desses elementos para melhor compreensão da ideia central proposta pela primeira corrente.

Na definição de Antônio Junqueira de Azevedo, elemento é tudo aquilo de que algo mais complexo se compõe⁸⁰, sendo elemento do negócio jurídico aquilo que faz parte da sua existência no campo do direito⁸¹. Sobre os elementos, José Carlos Moreira Alves⁸² afirma existirem três espécies: a) elementos essenciais, sem os quais o negócio jurídico não existe; b) elementos naturais; e c) elementos acidentais.

A expressão “elemento essencial” é usada para se referir os elementos essenciais tanto à existência do negócio jurídico quanto à validade dele, mas, para o presente trabalho, nos interessa tratar do plano de existência do contrato. Existente, portanto, seria o negócio jurídico no qual o elemento essencial consubstanciado na *manifestação de vontade* das partes está

⁸⁰ AZEVEDO, Antônio Junqueira de. *Negócio jurídico: existência, validade e eficácia*. 4ª ed. São Paulo: Saraiva, 2002, p. 29-30)

⁸¹ Conforme abordado de maneira mais geral no item 2.1.2 deste trabalho.

⁸² ALVES, José Carlos Moreira. *Direito romano*, 3. ed., Rio de Janeiro, Forense, 1971, v. 1, p. 172, § 110.

presente. Para além da necessidade de consenso, Antônio Junqueira de Azevedo invoca outros elementos essenciais que se dividem em elementos intrínsecos (ou constitutivos) como a *forma* que de a declaração de vontade se reveste (escrita, oral, por meio de silêncio etc.) e o *objeto*, isto é, o conteúdo da declaração (como as diversas cláusulas de um contrato, que poderia ser, inclusive, uma minuta preliminar), e extrínsecos (ou pressupostos), quais sejam, um *agente* capaz de praticar atos jurídicos, bem como um *lugar* de ocorrência daquele ato jurídico e por fim um *tempo*, referente a determinado momento em que aquele ato ocorrerá. Sem a presença de um elemento essencial, a existência de qualquer negócio se torna de fato impensável.

Para esta primeira corrente, entretanto, não basta a presença dos elementos essenciais acima descritos para que o contrato se repute celebrado. É preciso que também estejam presentes os chamados “elementos naturais”, ou seja, que caracterizam a *natureza jurídica* de cada tipo de negócio. Eles resultam não da vontade das partes, mas sim da ordem jurídica. Na nossa ordem jurídica, mais especificamente no Código Civil, é possível invocar os seguintes exemplos de categoria de negócio: compra e venda⁸³, doação⁸⁴, depósito⁸⁵, comodato⁸⁶, mútuo⁸⁷, locação⁸⁸, casamento⁸⁹, testamento⁹⁰, pactos antenupciais⁹¹ etc.

Os elementos naturais podem ser afastados pela vontade da parte, ou das partes, sem que, por isso, o negócio mude de tipo⁹². No contrato de compra e venda de participação acionária, temos, por exemplo, a responsabilidade do vendedor por indenizar o comprador de e contra quaisquer perdas cujo fato gerador tenha ocorrido anteriormente ao fechamento da operação. Se as partes desejam afastar referida responsabilidade do vendedor, e o fazem por

⁸³ Art. 481. Pelo contrato de compra e venda, um dos contratantes se obriga a transferir o domínio de certa coisa, e o outro, a pagar-lhe certo preço em dinheiro.

⁸⁴ Art. 538. Considera-se doação o contrato em que uma pessoa, por liberalidade, transfere do seu patrimônio bens ou vantagens para o de outra.

⁸⁵ Art. 627. Pelo contrato de depósito recebe o depositário um objeto móvel, para guardar, até que o depositante o reclame.

⁸⁶ Art. 579. O comodato é o empréstimo gratuito de coisas não fungíveis. Perfaz-se com a tradição do objeto.

⁸⁷ Art. 586. O mútuo é o empréstimo de coisas fungíveis. O mutuário é obrigado a restituir ao mutuante o que dele recebeu em coisa do mesmo gênero, qualidade e quantidade.

⁸⁸ Art. 565. Na locação de coisas, uma das partes se obriga a ceder à outra, por tempo determinado ou não, o uso e gozo de coisa não fungível, mediante certa retribuição.

⁸⁹ Art. 1.511. O casamento estabelece comunhão plena de vida, com base na igualdade de direitos e deveres dos cônjuges. (...) § 1º O registro civil do casamento religioso deverá ser promovido dentro de noventa dias de sua realização, mediante comunicação do celebrante ao ofício competente, ou por iniciativa de qualquer interessado, desde que haja sido homologada previamente a habilitação regulada neste Código. Após o referido prazo, o registro dependerá de nova habilitação.

⁹⁰ Art. 1.857. Toda pessoa capaz pode dispor, por testamento, da totalidade dos seus bens, ou de parte deles, para depois de sua morte.

⁹¹ Art. 1.653. É nulo o pacto antenupcial se não for feito por escritura pública, e ineficaz se não lhe seguir o casamento.

⁹² AZEVEDO, Antônio Junqueira de. *Negócio jurídico: existência, validade e eficácia*. 4ª ed. São Paulo: Saraiva, 2002, p. 35.

meio de manifestação expressa, a natureza do negócio jurídico por elas firmado permanecerá sendo uma compra e venda de participação, de modo que a responsabilidade pelos passivos incorridos pela sociedade alvo anteriormente ao fechamento pode ser enquadrada como um elemento natural do negócio.

Finalmente, a primeira corrente também considera necessária a presença dos denominados *elementos acidentais* para que se atinja a conclusão de um contrato. Esses elementos são aqueles que, apostos pelas partes, existem em um negócio concreto, sem serem próprios de todos os negócios ou de certos tipos de negócio⁹³. Por serem colocados pelas partes conforme sua conveniência, eles são em número indeterminado e impossíveis de serem estudados à integralidade. Três exemplos importantes presentes em nossa ordem jurídica são a *condição*, o *termo* e o *encargo*. Condição é a cláusula que subordina os efeitos do negócio jurídico a evento futuro e incerto⁹⁴; termo, a cláusula que subordina os efeitos do negócio jurídico a evento futuro e certo⁹⁵; e encargo, a cláusula que restringe uma liberalidade⁹⁶.

Nos contratos de M&A, um exemplo notório de elemento acidental são as denominadas *obrigações pós fechamento*. As obrigações pós fechamento são as medidas a serem cumpridas pelo vendedor, em relação às quais o comprador não possui tanta urgência, mas, ainda assim, enxerga a necessidade de regular tais medidas na minuta. As partes costumam prever, portanto, que após o fechamento da operação o vendedor se compromete a tomar, e se compromete a fazer com que a sociedade algo tome algumas providências, dentro de um prazo também assinalado na minuta, sob pena de multa em um valor fixo e determinado.

Assim, após o fechamento da operação (*closing*), o vendedor buscará tomar as medidas que lhe cabem para assegurar que todas as obrigações atribuídas a ele no contrato serão cumpridas. As obrigações pós fechamento podem ser autônomas ou relacionadas a alguma condição precedente que não foi cumprida em sua integralidade. A lista das obrigações pós fechamento a constar do contrato decorrerá da estrutura de cada operação e dos pontos identificados na auditoria que precisam ser solucionados, sem que a eles se atribua uma urgência tão alta quando aquela necessária ao cumprimento das condições precedentes.

⁹³ AZEVEDO, Antônio Junqueira de. *Negócio jurídico: existência, validade e eficácia*. 4ª ed. São Paulo: Saraiva, 2002, p. 38.

⁹⁴ Art. 121 do Código Civil.

⁹⁵ Art. 131 do Código Civil.

⁹⁶ Art. 136 do Código Civil. Silvio Rodrigues, *Direito civil; parte geral*, cit., v. 1, p. 231: "Encargo ou modo e uma limitação trazida a uma liberalidade, quer por dar destino ao seu objeto, como, por exemplo, doo a A uma casa, contanto que ele aí vá morar; quer por impor ao beneficiário uma contraprestação, como, por exemplo, deixo a B cinco milhões, mas ele terá de educar meus filhos até a maioridade. E um ônus que diminui a extensão da liberalidade".

Dentre os exemplos mais comuns de obrigações pós fechamento fixadas pelas partes em um contrato de compra e venda de participação acionária estão a assinatura de todos os documentos e tomada de providências que se façam necessárias para registrar o ato societário da sociedade alvo formalizando a transferência da participação adquirida, bem como os contratos acessórios⁹⁷, se necessário for; envio de notificação às contrapartes de contratos celebrados pela sociedade alvo para informar sobre a realização da operação, se necessário for; e regularização e/ou obtenção das licenças e autorizações necessárias para a realização das operações da sociedade alvo, se necessário for.

De acordo com a primeira corrente, as partes precisariam chegar a um consenso explícito com relação a cada um dos elementos acidentais para que se possa dizer que o documento preliminar tem característica de contrato em vez de mera minuta. Isto é, ainda que as partes tenham redigido uma minuta sobre o acordo que firmaram sobre algumas obrigações pós fechamento a serem previstas no contrato definitivo, essa minuta não as vincula enquanto elas não concordarem sobre como endereçar cada uma das obrigações ali previstas.

Sabe-se que a manifestação de vontade das partes é considerada um elemento essencial do negócio jurídico, ou seja, não há negócio jurídico sem ao menos uma declaração de vontade⁹⁸. É nesse mesmo sentido que entende Carlos Alberto da Mota Pinto, para o qual o que verdadeiramente constitui o negócio jurídico é o comportamento declarativo, isto é, “a existência de um comportamento que, exteriormente observado, apareça como manifestação de uma vontade de certos efeitos práticos sob a sanção do ordenamento jurídico”⁹⁹.

A primeira corrente foi positivada pelo Código Civil Alemão, que distingue o dissenso explícito do dissenso implícito e trata sobre a necessidade de observância do primeiro para que um contrato se repute concluído, razão pela qual se destaca a normativa abaixo acerca da matéria:

⁹⁷ Se um dos contratos acessórios à compra e venda de participação for um contrato de alienação fiduciária de ações em garantia, por exemplo, a minuta costuma prever como obrigação pós fechamento o registro de referido contrato perante o cartório competente, conforme exigido pelo art. 1.361, § 1º do Código Civil:

“Art. 1.361. Considera-se fiduciária a propriedade resolúvel de coisa móvel infungível que o devedor, com escopo de garantia, transfere ao credor.

§ 1º Constitui-se a propriedade fiduciária com o registro do contrato, celebrado por instrumento público ou particular, que lhe serve de título, no Registro de Títulos e Documentos do domicílio do devedor, ou, em se tratando de veículos, na repartição competente para o licenciamento, fazendo-se a anotação no certificado de registro”.

⁹⁸ Conforme dito por Antônio Junqueira de Azevedo: “Seria todo negócio jurídico uma declaração de vontade? A resposta é positiva; no mesmo negócio jurídico, pode haver uma ou várias declarações, mas não há negócio jurídico que não tenha em seu suporte fático pelo menos uma declaração de vontade. A declaração de vontade é, pois, elemento necessário para que o negócio jurídico exista.” (AZEVEDO, Antônio Junqueira de. *Negócio jurídico e declaração negocial (noções gerais e formação da declaração negocial)*. 1986. 244f. Tese (Titularidade do Departamento de Direito Civil) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 1986, p. 27.

⁹⁹ MOTA PINTO, Carlos Alberto da. *Teoria Geral do Direito Civil*, 2ª ed. São Paulo: Forense, 1991, p. 379.

§ 154. Offener Einigungsmangel; fehlende Beurkundung (1) Solange nicht die Parteien sich über alle Punkte eines Vertrags geeinigt haben, über die nach der Erklärung auch nur einer Partei eine Vereinbarung getroffen werden soll, ist im Zweifel der Vertrag nicht geschlossen. Die Verständigung über einzelne Punkte ist auch dann nicht bindend, wenn eine Aufzeichnung stattgefunden hat. (2) Ist eine Beurkundung des beabsichtigten Vertrags verabredet worden, so ist im Zweifel der Vertrag nicht geschlossen, bis die Beurkundung erfolgt ist (Enquanto as partes não acordarem sobre todos os pontos de um contrato, sobre os quais, segundo a declaração ainda que de uma só delas, deve haver acordo, o contrato, na dúvida, não se tem por concluído. O acordo sobre pontos particulares também não é vinculante, ainda quando tenha sido redigida uma minuta. Se se convencionou que o contrato projetado seria celebrado com forma especial, na dúvida ter-se-á o contrato como não concluído até que essa forma seja observada).

Essa mesma orientação foi reproduzida na época pelo Código Civil Português¹⁰⁰, em seu art. 232º:

O contrato não fica concluído enquanto as partes não houverem acordado em todas as cláusulas sobre as quais qualquer delas tenha julgado necessário o acordo.

O professor de direito e advogado português Inocêncio Galvão Telles foi um dos que enfrentou diretamente essa questão, distinguindo as negociações preliminares, ainda que o acordo parcial tenha sido redigido pelas partes por escrito, do contrato preliminar:

Quase sempre a celebração de um contrato é antecedida de negociações preliminares, que ocupam espaço de tempo mais ou menos longo, a que se pode chamar fase ou período pré-contratual. Os futuros contraentes avizinham-se, sondam-se reciprocamente, manifestam as suas intenções, discutem, procurando chegar a acordo. E só depois de determinado o conteúdo do acordo EM TODA SUA EXTENSÃO, poderá haver contrato.

Muitas vezes, à medida que se vão estabelecendo certas bases, fixando certos pontos, reduzem-se a escrito, possivelmente com as assinaturas dos interessados, para não regressar à sua discussão. Mas DE NADA VALEM ESTES ESCRITOS FRAGMENTÁRIOS OU PARCIAIS QUANDO SE NÃO FORME UM ACORDO TOTAL.

CONSEGUINDO ESSE TOTAL ACORDO, se a lei não exige documento e as partes o não convencionam, ou convencionam-no com simples valor reprodutivo, o contrato surge no mesmo instante, - o que ainda é mais visível quando as partes lhe dão forma escrita. O contrato pode não ser o acordo definitivo, mas um contrato-promessa ou preliminar.

¹⁰⁰ Disponível em: <https://dre.pt/dre/legislacao-consolidada/decreto-lei/1966-34509075>. Acesso em: 29 jan. 2023.

Com base nos dispositivos acima, vê-se que, para esta corrente, a formação do contrato exige uma vontade exteriorizada de forma completa, visto que um acordo “incompleto” não pode ser chamado de acordo. Nesse sentido, a distinção entre elementos “essenciais” e “acidentais” deveria ser feita somente de maneira abstrata, visto que esses, concretamente, quando figuram em determinado negócio jurídico, passam a ser essenciais para a formação desse negócio jurídico em específico.

No entanto, a necessidade de se atingir um consenso sobre *todos* os pontos de determinado contrato, como vista acima, não parece a corrente que melhor se amolda à formação dos contratos de M&A, os quais são formados por diversas declarações de vontade, sendo algumas mais importantes e outras menos. Tampouco parece ter sido a corrente adotada pelo legislador pátrio ao prever, no art. 462 do Código Civil, que o contrato preliminar, para ser considerado concluído, deve conter todos os *requisitos essenciais* ao contrato a ser celebrado, ou seja, não há qualquer menção à necessidade de um consenso com relação aos elementos naturais e acidentais tratados neste item.

Feita uma análise da primeira corrente, passa-se àquela que diz que, para haver contrato, é preciso a concordância apenas sobre os elementos essenciais, salvo se as partes tenham reservado os elementos acidentais para tratativas futuras. Considerando que o negócio jurídico da compra e venda de participação societária é a conjugação de múltiplas declarações de vontade, parece-nos importante separá-las entre aquelas sem as quais a operação não se concretizaria (e.g., o desejo do comprador de pagar determinado preço de aquisição pelos ativos da sociedade alvo) e as que podem ser convencionadas pelas partes, sem, contudo, se mostrarem absolutamente determinantes para a concretização da operação nos moldes pretendidos.

3.2. Segunda corrente: o contrato se perfaz com a concordância, apenas, sobre os seus elementos essenciais, salvo se tenham reservado os elementos acidentais para tratativas futuras

De acordo com esta corrente, só se tem contrato – preliminar ou definitivo – após a concordância sobre os seus elementos essenciais, salvo se as partes reservarem, para ulteriores tratativas, um acordo sobre os elementos acidentais¹⁰¹. Assim, ainda que os pontos acessórios tenham um significado inequívoco de subordinação frente aos considerados essenciais, seria

¹⁰¹ RE 88.716/RJ, pág. 71.

necessária uma reserva das partes com relação a certas condições de pormenor para que se somente a partir disso se opere a formação do contrato.

Duas dúvidas importantes em relação a esta corrente dizem respeito à diferenciação entre os elementos essenciais e acidentais, bem como a forma com que a reserva sobre os pontos acessórios deve constar da minuta para que a ela não se atribua uma característica de contrato preliminar. Iniciemos pelo primeiro ponto, visto que, para essa corrente, diferentemente da primeira, distinguir elementos essenciais e elementos acidentais possui uma importância no plano concreto.

Ao dar exemplos sobre o que se deve entender por pontos essenciais e pontos secundários, o jurista Theo Guhl¹⁰² indica que os pontos essenciais não se restringem aos elementos essenciais exigidos pelo tipo de contrato a ser celebrado. Diz ele que, como ponto essencial, podem ser dadas como exemplo as informações sobre peso, se o peso é o de saída ou o da chegada da mercadoria junto ao comprador; e, com relação aos pontos secundários, exemplifica com as condições de pagamento desde que não se trate de compra de imóvel ou de compra da totalidade das ações de uma sociedade por ações imobiliária.

Com relação ao que constituiriam elementos essenciais a uma compra e venda de participação acionária, vale destacar que o Código Comercial de 1850¹⁰³ dedicava trinta artigos ao contrato de compra e venda *lato sensu* – arts. 191 a 220 – e, no art. 191, estabelecia o modo com que referida compra e venda se aperfeiçoava:

O contrato de compra e venda mercantil é perfeito e acabado logo que o comprador e o vendedor se acordam **na coisa, no preço e nas condições**, e desde esse momento nenhuma das partes pode se arrepender sem o consentimento da outra, ainda que a coisa se não ache entregue nem o preço pago. Fica entendido que nas vendas condicionais não se reputa o contrato perfeito senão depois de verificada a condição.

A segunda parte do dispositivo também mostra que existem as chamadas compras e vendas *condicionais*, sendo que, nessa modalidade, o contrato não se aperfeiçoa senão depois de verificada a *condição*. É o caso das operações de compra e venda de participação acionária nas quais, para a conclusão do contrato, é necessário que se concluam uma série de condições

¹⁰² GUHL, Theo. Das schweizerische Obligationenrecht, 5ª ed., § 13, I, pág. 94.

¹⁰³ “(...) o espírito de soberania no Brasil àquela época exigia legislação própria. Assim, em 1834, foi elaborado um projeto de Código de Comércio, que tramitou no Poder Legislativo até 1850, ano em que foi sancionada a Lei nº 556, de 25 de junho de 1850 – conhecida como Código Comercial brasileiro. Esse Código é até hoje elogiável em razão da técnica e da precisão. Teve como inspiração os Códigos Comerciais da França, da Espanha e de Portugal. No mesmo ano de sua edição foi regulamentado pelo Decreto n. 737, de 1850”. (TEIXEIRA, Tarcísio. *Direito empresarial sistematizado: doutrina, jurisprudência e prática*. 7ª ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2018, p. 43).

anteriormente à transferência da participação pretendida. Posteriormente, o art. 1.126 do Código Civil de 1916 regulou as denominadas compras e vendas *puras*, as quais se reputariam concluídas quando as partes acordassem no *objeto* e no *preço*.

Além disso, o art. 1.122¹⁰⁴ do Código Civil de 1916 previa a definição de “compra e venda” com os elementos vitais para se considerar o contrato como celebrado. De acordo com esse dispositivo, para o contrato poder considerar-se perfeito, necessário seria a concorrência de três elementos indispensáveis, portanto, essenciais: o primeiro é o *acordo de vontades* entre comprador e vendedor; o segundo, o *objeto* da compra e venda e o terceiro, um *preço*, que representa a contraprestação do comprador para fazer jus à transferência do domínio da coisa.

Nota-se, portanto, a presença de três elementos essenciais nas compras e vendas *puras* (objeto, preço e acordo de vontades), acrescido de um quarto relativo às compras e vendas *condicionais* que são as denominadas *condições* em que o contrato se reputará celebrado. No entanto, para esta corrente, não basta a presença desses elementos essenciais para que se configure um vínculo definitivo entre as partes; se na minuta tiverem as partes expressamente se reservado para ajuste sobre determinadas condições acessórias, as partes devem continuar as tratativas para alcançar a concordância sobre referidas condições. Desse modo, apesar de estarem determinados os elementos essenciais, é preciso que não haja reservas sobre cláusulas acessórias do contrato, pois, nesse caso, o consentimento definitivo estaria suspenso.

Essa segunda corrente parece amoldar-se de maneira mais adequada às operações de compra e venda de participação acionária, em que os memorandos de entendimento preveem consenso sobre (a) o *objeto* da operação, normalmente consubstanciado na participação societária correspondente a determinado percentual do capital social total da sociedade alvo; e (b) o *preço* atribuído à participação pretendida, representado por uma quantia expressa em moeda corrente nacional, calculado com base em algumas métricas contábeis da sociedade alvo e podendo ser modificado, para mais ou para menos, caso as premissas adotadas pelo comprador não se mostram verdadeiras ao longo da auditoria conduzida nos negócios da sociedade alvo. Contudo, nessa mesma minuta as partes não só descrevem os principais aspectos da operação, mas também deixam alguns pontos para serem discutidos posteriormente quando da celebração do contrato definitivo.

Um exemplo de trecho prevendo reserva expressa das partes sobre cláusulas acessórias se daria conforme segue: “sem prejuízo da descrição da operação contida nas cláusulas acima, as partes concordam que, até a data de assinatura dos documentos definitivos, deverão realizar

¹⁰⁴ Art. 1.122. Pelo contrato de compra e venda, um dos contraentes se obriga a transferir o domínio de certa coisa, e o outro, a pagar-lhe certo preço em dinheiro.

discussões para a determinação da estrutura mais eficiente para a efetiva implementação da operação, caso aplicável, sob a ótica societária, fiscal, regulatória, contábil e operacional. As partes também concordam que a avaliação da sociedade alvo, conforme apresentada nesse memorando, poderá ser objeto de eventuais ajustes em função de revisões das premissas da operação e da estrutura definida para sua implementação”.

Outros exemplos são importantes porque elucidam a ideia do que seriam os elementos *acidentais* em uma compra e venda de participação, os quais, se constarem da minuta preliminar como pendentes de um acordo definitivo, seriam suficientes para obstar a formação do contrato definitivo. Dentre as condições acessórias que podem constar de um memorando de entendimentos, sem que estejam definidos os seus principais termos e condições nesse primeiro momento, estão a obrigação do vendedor de permanecer responsável por indenizar a investidora, bem como a sociedade alvo, após a data de fechamento, por perdas, danos ou prejuízos, referentes ao período que anteceder o fechamento da operação; a obrigação do vendedor de não praticar atos que possam representar concorrência às atividades desenvolvidas pela sociedade alvo e a celebração de um acordo de acionistas da sociedade alvo (quando se tratar de uma aquisição parcial) com todos os termos e condições aplicáveis à governança corporativa da sociedade alvo levando em consideração as participações do comprador e vendedor no fechamento da operação.

Todos esses temas costumam ser abordados nas primeiras minutas da operação, mas um detalhamento maior acerca de cada um deles só será feito no âmbito do contrato de compra e venda. Assim, nesse estágio, as partes ainda não negociaram alguns aspectos importantes sobre a obrigação de indenizar do vendedor, como o prazo de vigência, eventuais limitações de valor e garantias outorgadas pelo vendedor para assegurar que a obrigação será cumprida nos moldes pretendidos pelo comprador. O mesmo pode ser dito em relação à obrigação de não concorrência: as partes negociam a sua existência, mas não alguns aspectos relevantes atrelados a ela, dentre eles o prazo de vigência, eventuais exceções relativas a atividades que podem ser praticadas pelo vendedor e que não representariam uma violação à não concorrência, bem como a abrangência territorial da obrigação (se em todo o território nacional ou somente em regiões ou cidades específicas, por exemplo).

Assim, para essa corrente, se em determinado memorando de entendimentos existir acordo sobre a participação societária a ser adquirida e o preço de aquisição, a esse memorando não se pode atribuir o mesmo valor de um contrato formal, se nele tiverem as partes acordado que determinados pontos acessórios, como as obrigações de indenizar e não concorrência, ainda

precisam ser objeto de acordo ulterior. A essa corrente atribui-se a visão de que o negócio deve ser visto como unidade, de modo que ele é querido e consentido como um todo¹⁰⁵.

O segundo ponto a ser abordado é em relação à forma com que a reserva sobre esses pontos acessórios deve constar da minuta para que, conforme essa corrente, a celebração da minuta preliminar baste para obstar a formação do contrato definitivo. Isso porque, como já visto, a reserva sobre elemento accidental significa que as partes a ela desejaram subordinar o nascimento do contrato, de modo que essa reserva impede a formação do contrato e que as pactuações, ainda que sobre elementos essenciais, devem se considerar somente como tratativas.

Sobre esse tema, o jurista italiano Aurelio Candian pontuou em sua obra “*Questioni in tema di formazione del contratti*” que a reserva sobre os pontos acessórios deve ter significado inequívoco de subordinação da eficácia do contrato ao acordo sobre tais pontos, de modo que, para Candian, não basta uma reserva genérica sobre as condições de pormenor, mas era necessário uma reserva específica. Para referido doutrinador, portanto, a existência da reserva específica é o que faz presumir ser ela essencial para as partes, pelo que o contrato não se forma enquanto não se verificar o acordo com relação aos elementos accidentais. Como salientado acima, ainda que as partes tenham acordado definitivamente sobre os elementos essenciais, esse acordo não constitui contrato preliminar ou definitivo, mas apenas obriga as partes a continuar nas tratativas para atingir uma concordância sobre os elementos accidentais, o que, se não fosse possível, desvincularia totalmente as partes.

Diante dessa orientação, cabe pontuar que, nas operações de compra e venda de participação acionária, o memorando de entendimentos pode ou não detalhar as condições acessórias da operação. Assim, se a minuta prevê um acordo definitivo sobre o objeto da operação (que, conforme visto, pode ser um ativo ou uma participação no capital social da sociedade alvo), o preço de aquisição a ser pago pelo comprador e as principais condições comerciais em que tal operação será implementada, mas nela também consta uma reserva genérica sobre a definição de outros pontos a serem abordados ulteriormente, essa ressalva não basta para desobrigar as partes de seguirem com a operação pretendida. Um exemplo de cláusula contendo uma reserva genérica é a seguinte: “As Partes concordam que este memorando de entendimentos não esgota todos os termos e condições do negócio pretendido,

¹⁰⁵ Nesse sentido, o Jurista, professor e político alemão Heinrich Dernburg: “das Geschäft gilt als Einheit, so dass es als Ganzes gewollt und genehmigt wird”. (Lehrbuch Des Preussischen Privatrechts Und Der Privatnormen Des Reichs, erster Band, 5ª. ed., § 106, 2, Halle, 1894).

de modo que tais termos e condições serão objeto de futuras negociações e deverão, uma vez acordados, serem consignados nos documentos apropriados”.

Segundo essa corrente, portanto, vigora um princípio geral de que a “minuta” subscrita por ambas as partes, em que haja acordo sobre todas as condições essenciais do negócio, tem o mesmo valor do contrato formal, desde que as partes não tenham expressamente se reservado para ajuste sobre as condições acessórias. Vale salientar que essa mesma lógica pode ser aplicável ao comportamento das partes que, mesmo não celebrando uma minuta preliminar, chegam a um consenso sobre os principais termos e condições da operação, sem, contudo, tratarem de maneira específica sobre a necessidade de endereçar os elementos acidentais em um contrato formal.

Essa segunda corrente aparenta se amoldar mais adequadamente ao disposto no Código Civil a respeito da vinculatividade dos contratos preliminares. No entanto, também é possível defender uma posição mais conservadora, como a da primeira corrente, de que seria necessário um acordo sobre todos os pontos do contrato definitivo para que só então as partes estejam vinculadas à celebração do negócio. Essa possibilidade é especialmente interessante nas operações de M&A porque, nas minutas preliminares desse tipo de operação, é muito comum a existência de uma cláusula geral por meio da qual as partes reconhecem que o memorando de entendimentos é apenas uma indicação de interesse relacionada à realização da operação e que nenhuma das partes tem qualquer obrigação de realizar a operação ou de assinar qualquer contrato em virtude da celebração do memorando.

De todo modo, nem sempre essa cláusula geral é redigida de maneira clara nos documentos preliminares de uma operação de M&A. Não é incomum que as partes tenham acordado sobre os pontos essenciais, inclusive por e-mail ou outras formas de comunicação, mas que nada tenham dito uma à outra com relação à necessidade de chegar a um consenso sobre os elementos acessórios. Para essas situações, parece não haver uma resposta evidente sobre o momento de formação do consentimento definitivo.

Passemos, portanto, à análise da terceira e última corrente segundo a qual o contrato – preliminar ou definitivo – se reputa celebrado quando as partes acordam sobre os pontos essenciais, ainda que se tenham reservado para discutir os pontos secundários. Aqui, tem-se um posicionamento mais interventivo por parte de um terceiro imparcial visto que, para os pontos acessórios sobre os quais as partes tenham se reservado e não tenham chegado a um acordo, um juiz os suprirá levando em conta a natureza do negócio.

3.3. Terceira corrente: o contrato se reputa celebrado no momento em que as partes acordam sobre os pontos essenciais, independentemente de terem reservado para um momento posterior a discussão sobre os elementos acidentais

Para os defensores desta corrente, a falta de um acordo entre as partes sobre pontos acessórios não é suficiente para obstar a formação do contrato. Referidos pontos ou que não requerem uma disciplina específica, ou podem ser regulados por meio de integração do conteúdo contratual (normas jurídicas, supletivas, usos e costumes etc.).

Os contratos de M&A possuem conteúdo complexo e, tendo em vista a variedade de obrigações que serão assumidas pelas partes, não há como negar a conveniência da fixação dos pontos em que as partes já chegaram a um consenso. Nota-se que a terceira corrente é a que atribui maior relevância prática e jurídica a esses acordos, na medida em que a sua celebração bastaria para obrigar as partes à conclusão definitiva do contrato, se aos demais elementos fosse possível conferir interpretação integrativa conforme pontuado acima.

Ao tratar especificamente da fase que precede à conclusão do contrato mercantil, o doutrinador José Xavier Carvalho de Mendonça¹⁰⁶ aponta o seguinte:

Aqueles negociações ou práticas preliminares, combinações nas quais cada uma das partes procura para si condições mais favoráveis, não constituem contrato; não obrigam, ainda que do resultado decorresse uma série de pontos assentados, ou ainda redigidos por escrito (1).

No entanto, logo na sequência, em nota (1), escreve:

Se, porém, se passa uma minuta completa sobre todos os pontos do contrato, ao menos sobre todos os pontos principais, podendo ser os outros supridos por disposições legais, e as partes a aprovam, e se de acordo com a lei ou a vontade das partes não tenha de ser dado ao contrato forma *ad solemnitatem*, firma-se entre elas vínculo obrigatório. A minuta de contratos e negociações faz prova por si só ou acompanhada de outras provas (Regul. n. 737, de 1850, art. 152, §5º).

Para Carvalho de Mendonça, nos contratos mercantis, ainda que o contrato só se aperfeiçoe no momento em que o consentimento se estabelece sobre todos os pontos discutidos pelas partes, admite-se que, se elas se omitirem sobre pontos secundários, referidos pontos podem ser supridos com normas dispositivas, como as que constavam dos artigos 132, 133 e

¹⁰⁶ MENDONÇA, José Xavier Carvalho de. Tratado de Direito Comercial Brasileiro, vol. VI, nº 543, p. 486, Rio de Janeiro, 1925.

137 do antigo Código Comercial de 1850. O artigo 133, ainda que não mais em vigor, é de especial importância para compreender o cerne da ideia trazida por esta corrente, em especial porque ele foi transposto para a Lei de Liberdade Econômica¹⁰⁷: “Omitindo-se na redação do contrato cláusulas necessárias à sua execução, deverá presumir-se que as partes se sujeitaram ao que é de uso e prática em tais casos entre os comerciantes, no lugar da execução do contrato”.

Além disso, o Código Civil Austríaco¹⁰⁸ é uma das legislações de orientação mais interventiva que corrobora com essa orientação ao dispor em seu art. 885: “Se o ato formal do contrato não se acha ainda redigido, mas existe uma minuta dos pontos principais adotada e firmada pelas partes, esta minuta estabelece imediatamente os direitos e ônus que aí estão expressos”. Caberá ao juiz, portanto, regular os pontos acessórios não incluídos na minuta.

Na nossa ordem jurídica, cumpre salientar que esta corrente não havia sido recepcionada pelo Código Comercial de 1850, o qual exigia, para o aperfeiçoamento da compra e venda, que houvesse um acordo sobre a *coisa*, o *preço* e as *condições*. A expressão “condições”, segundo Pontes de Miranda¹⁰⁹, não foi empregada em sentido técnico de cláusula que faz depender a eficácia do contrato de acontecimento futuro e incerto, mas sim no sentido de “outras cláusulas” do contrato:

Lê-se no Código Comercial, art. 191, 1ª alínea: “O contrato de compra-e-venda mercantil é perfeito e acabado logo que o comprador e o vendedor se acordam na coisa, no preço e nas condições” – entenda-se nas outras cláusulas.

Contudo, diferentemente do Código Comercial revogado, que faz menção expressa a três requisitos do contrato de compra e venda, o Código Civil de 2002 dispõe apenas que a compra e venda, quando pura, considerar-se-á obrigatória e perfeita, desde que as partes acordarem no *objeto* e no *preço*. Desse modo, no direito brasileiro, no tocante à disciplina dos contratos comerciais (que passou a constar somente do Código Civil, após a revogação dos artigos correspondentes do Código Comercial que tratavam sobre a matéria), há um texto genérico sobre o momento da formação do contrato mercantil, inexistindo uma resposta clara para a solução do problema.

¹⁰⁷ Conforme art. 113, §1: “A interpretação do negócio jurídico deve lhe atribuir o sentido que: (...) II – corresponder aos usos, costumes e práticas do mercado relativas ao tipo de negócio;”

¹⁰⁸ Finalizado no ano de 1811 e tendo entrado em vigor em 1812, sendo utilizado até os dias atuais, o Código Austríaco (Allgemeines bürgerliches Gesetzbuch, ou ABGB) foi a mais importante codificação do Direito Civil criada no território da Áustria.

¹⁰⁹ Tratado de Direito Privado, vol. XXXIX, 2ª ed., § 4265, 1, pág 6.

Ora, se a ordem jurídica vigente alude, apenas, ao *objeto* e ao *preço*, seria razoável concluir que a compra e venda mercantil se aperfeiçoa se houver acordo das partes sobre tais pontos, exceto se elas não entrarem em entendimento sobre cláusulas secundárias e desde que o desacordo em questão esteja expresso em algum meio passível de verificação. Em casos tais diante do desacordo, desde que manifestado, faria sentido assumir que a lei ou um juiz não poderiam suprir a vontade das partes, que, em sentido contrário, se haviam manifestado.

Diante das colocações acima, vê-se que a conclusão de que só se forma o vínculo contratual (preliminar ou definitivo) quando as partes chegam a acordo sobre todas as cláusulas que devem constar do contrato, sejam elas relativas aos denominados elementos essenciais, sejam elas referentes aos chamados elementos acidentais, era respaldada pelo supracitado artigo 191 do Código Comercial de 1850, o qual mencionava expressamente a necessidade de um acordo sobre todas as “condições” do contrato, ou seja, as demais cláusulas que integram o conteúdo contratual. Em nosso sistema jurídico atual, não há menção às *condições* que deveriam constar da minuta preliminar para que a ela se atribua a característica de documento vinculante.

Referidas constatações, no entanto, não permitem afirmar que a ordem jurídica vigente adotou a terceira das correntes ora abordadas, visto que há outros fatores a serem analisados, dentre eles os princípios da autonomia privada e liberdade de contratar, os quais foram consagrados pelo Código Civil de 2002 e que serão mais bem estudados no Capítulo 4 deste trabalho. Por ora, basta concluir que nos contratos de conteúdo complexo, pela variedade de obrigações a serem assumidas pelas partes, é preciso analisar com bastante cautela o conteúdo dos acordos preliminares antes de reconhecer que, ainda nessa fase, o contrato é possível de se reputar celebrado.

A última corrente parte do pressuposto de que, se as partes já quiseram concluir o contrato definitivo desde a celebração do acordo provisório, elas estão vinculadas ao que já foi firmado no referido acordo, não havendo necessidade de se chegar a uma concordância sobre o restante do conteúdo contratual para que se aperfeiçoe a obrigação de as partes concluírem o contrato definitivo. No tocante aos pontos secundários, eles não requerem disciplina específica, ou podem ser regulados por meios de integração do conteúdo contratual.

Tendo restado compreendida a ideia geral desta corrente, passa-se à análise do que seriam tais “meios de integração” aos quais ela se refere. Diferentemente da interpretação do contrato, que consiste em partir de um texto já existente na minuta e destrinchar o seu sentido, na integração não existe previsão expressa sobre como as partes devem lidar com determinado

evento futuro, de modo que se recorre a um terceiro imparcial, o intérprete, para *complementar* o que não foi expressamente acordado.

A integração, portanto, torna-se necessária quando existe uma *lacuna* que não foi preenchida pelas partes no momento de celebração da avença. Nos contratos complexos, como são os de operações de aquisição de participação acionária, é inevitável que se verifiquem várias lacunas ao longo da minuta, seja ela firmada em caráter preliminar ou definitivo.

Ou as lacunas são resolvidas pelos meios de integração ou ficam sem solução e o contrato é encerrado. A esse respeito, a Prof^{ra}. Paula Forgioni elenca algumas possíveis alternativas para solução das lacunas dos contratos empresariais¹¹⁰, conforme descritas a seguir.

A primeira forma, tida como a mais clássica na supressão de uma lacuna contratual, é a celebração de um novo acordo entre as partes que ocorre por força de uma cláusula já prevista na minuta, que as “obriga” a sentar e renegociar a melhor maneira de endereçar determinado evento futuro. A essas cláusulas dá-se o nome de “hardship” e de renegociação. Elas são bastante comuns nos contratos internacionais e sua definição consta, inclusive, como um dos princípios do Instituto Internacional para a Unificação do Direito Privado (UNIDROIT)¹¹¹. De todo modo, um dos pressupostos do hardship é a ocorrência de eventos que perturbam o equilíbrio do contrato, o que nem sempre será o caso na compra e venda de participação acionária. O que se discute, na verdade, é se ao documento, da maneira que foi redigido, pode-se atribuir a característica de um contrato preliminar. A integração por meio de novo acordo, embora possível, não é a alternativa que melhor se amolda à discussão ora proposta.

A segunda forma para solução da incompletude é pela utilização dos “usos e costumes”. A esse respeito, o artigo 133 do Código Comercial de 1850 previa que, “omitindo-se na redação do contrato cláusulas necessárias à sua execução, deverá presumir-se que as partes se sujeitaram ao que é de uso e prática em tais casos entre os comerciantes, no lugar da execução do contrato.”. No Código Civil de 2002, existe uma regra análoga, na medida em que o art. 113, §§1º e 2º do referido diploma dispõem que “a interpretação do negócio jurídico deve lhe atribuir

¹¹⁰ FORGIONI, Paula A. *Contratos empresariais: teoria geral e aplicação*. 4ª ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019, p. 300-308.

¹¹¹ ARTIGO 6.2.2

(Definição de hardship)

Há hardship quando sobrevêm fatos que alteram fundamentalmente o equilíbrio do contrato, seja porque o custo do adimplemento da obrigação de uma parte tenha aumentado, seja porque o valor da contraprestação haja diminuído, e

(a) os fatos ocorrem ou se tornam conhecidos da parte em desvantagem após a formação do contrato;
 (b) os fatos não poderiam ter sido razoavelmente levados em conta pela parte em desvantagem no momento da formação do contrato;
 (c) os fatos estão fora da esfera de controle da parte em desvantagem; e
 (d) o risco pela superveniência dos fatos não foi assumido pela parte em desvantagem.

o sentido que corresponder aos usos, costumes e práticas do mercado relativas ao tipo de negócio” e “as partes poderão livremente pactuar regras de interpretação, de preenchimento de lacunas e de integração dos negócios jurídicos diversas daquelas previstas em lei”¹¹².

As partes possuem legítimas expectativas em relação ao comportamento uma da outra, e tais expectativas são ancoradas no que razoavelmente se pode esperar em relação à conduta de um agente econômico ativo e probo¹¹³. Sendo assim, essa forma de integração não considera somente as declarações de vontade individuais, mas também a análise do comportamento das partes em observância à boa-fé objetiva do tráfico mercantil, marcada pela honestidade com que devem agir os comerciantes na celebração dos negócios. Neste ponto é possível invocar uma das funções atribuídas à boa-fé objetiva, consubstanciada no limite negativo que se encontra positivado no art. 187 do Código Civil e tem com finalidade coibir o abuso de direitos¹¹⁴.

Contudo, como nem sempre é possível invocar usos e costumes para solucionar a lacuna contratual, realidade especialmente sentida nos contratos de M&A, em que cada operação assume características que lhe são muito peculiares, uma alternativa é recorrer a um terceiro imparcial para completar o que não foi expressamente negociado.

A terceira forma de integração, portanto, consiste em acionar um árbitro ou juiz para, partindo do que foi escrito no documento preliminar, presumir a aplicabilidade de certas regras sobre os pontos que não foram contemplados, de modo que a lacuna é suprida por meio de uma intervenção exógena. Essa forma de integração, em um primeiro momento, aparenta ser desproporcional frente à realidade dos contratos empresariais, em que se privilegia os princípios do *pacta sunt servanda* e da realidade de contratar¹¹⁵. O posicionamento da doutrina

¹¹² Conforme introduzido pela Lei nº 18.874/2019 (Lei da Liberdade Econômica).

¹¹³ Enquanto para áreas como o direito consumidor prevalece a presunção de vulnerabilidade, no direito comercial parte-se do pressuposto contrário, ou seja, de que os agentes econômicos sempre avaliam todos os riscos de uma operação, de forma diligente e sensata, antes de optarem livremente por vincular-se. Conforme pontuado por Visconde de Cairu: “[...] os Comerciantes são, ou sempre se presumem, habéis, atilados, e perspicazes em seus negócios [...] Por tanto os que exercem a profissão de mercancia, não devem ser menos prudentes e circumspectos em seus tratos.” (CAIRU, Visconde de. *Princípios de direito mercantil e leis de marinha*, v. II, p. 504).

¹¹⁴ O dispositivo prevê o seguinte: “Também comete ato ilícito o titular de um direito que, ao exercê-lo, excede manifestamente os limites impostos pelo seu fim econômico ou social, pela boa-fé ou pelos bons costumes”. Nessa função da boa-fé objetiva insere-se o princípio do *nemo potest venire contra factum proprium*, que proíbe o comportamento contraditório. Em sua acepção contemporânea, este princípio veda que alguém pratique uma conduta em contradição com sua conduta anterior, lesando a legítima confiança de quem acreditara na preservação daquele comportamento inicial. (SCHREIBER, Anderson. *A proibição de comportamento contraditório; tutela da confiança e venire contra factum proprium*. 4ª ed. Rio de Janeiro: Atlas, 2016).

¹¹⁵ Nesse sentido são as palavras do Prof. Cristiano de Souza Zanetti: “A possibilidade de intervir no domínio contratual está sujeita a uma importante limitação. Por mais relevante que seja seu âmbito aplicativo, o dispositivo não permite discutir o conteúdo mínimo do contrato, isto é, a relação de equivalência estabelecida entre as pelas partes entre a prestação e a contraprestação acordadas. Não se exclui, claro, a possibilidade de o contrato ser declarado inválido por erro, dolo, coação, estado de perigo ou lesão, conforme dispõe o art. 171, II do CC/2002. Nessas hipóteses, pode-se, inclusive, questionar a conformação básica do negócio (...) Seu escopo é o de preservar a natureza do contrato e não o de defini-la em toda sua extensão. Admitir a possibilidade de se discutir inclusive a

comercialista moderna vai de encontro a essa possibilidade, como asseverado pela Prof^a. Paula Forgioni¹¹⁶:

A presunção é oposta àquela que decorreria da existência de um “princípio de preservação dos contratos”: Não tendo as partes investido terceiro do poder de complementar os termos do acordo, assumiram o risco de seu aborto na ausência de futuro consenso. Agiram para preservar seu poder de conduzir suas próprias estratégias comerciais: “sem acordo, sem negócio”.

Uma quarta e última forma de integração das lacunas contratuais se dá por meio da atribuição, pelas partes, de poder decisório a um terceiro ou até mesmo a uma das partes. Um exemplo é o que previa o art. 194 do antigo Código Comercial: “O preço de venda pode ser incerto, e deixado na estimação de terceiro; se este não puder ou não quiser fazer a estimação, será o preço determinado por arbitradores”. Também é possível facultar às próprias sociedades que convençionem que uma delas será responsável por completar o regramento contratual.

No entanto, conferir essa prerrogativa a uma das partes pode ser considerada como uma condição “puramente potestativa”, cuja estipulação é vedada pelo nosso Código Civil¹¹⁷. Não é ilícito que se atribuam poderes a apenas uma parte do contrato, sendo, inclusive, um cenário bastante comum nos contratos de M&A em que o comprador normalmente detém maior poder de barganha para impor ao vendedor determinadas condições que lhe sejam mais vantajosas no contexto da operação. Entretanto, o exercício desses poderes precisa se dar no limite da função econômica¹¹⁸ pressuposta por ambas as partes quando da contratação, sendo possível depreender que o evento depende não só do arbítrio da parte a quem foi atribuído determinado poder, mas sim de um conjunto de circunstâncias que independem de sua vontade.

Vê-se, portanto, que são várias as possíveis formas de integração das lacunas contratuais. Quando postas em análise, elas contribuem para tornar a terceira corrente menos hostil à dinâmica dos contratos de aquisição de participação societária. Isso porque que nem

proporção entre prestação e contraprestação em termos tão amplos implicaria recusar a qualificação do negócio jurídico como contrato, pois não restaria margem para que as partes pactuassem seus interesses de forma verdadeiramente vinculativa”. (ZANETTI, Cristiano de Souza. *Direito contratual contemporâneo: a liberdade contratual e sua fragmentação*. São Paulo, 2008, p. 268).

¹¹⁶ FORGIONI, Paula A. *Contratos empresariais: teoria geral e aplicação*. 4ª ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019, p. 304.

¹¹⁷ Art. 122: “São lícitas, em geral, todas as condições não contrárias à lei, à ordem pública ou aos bons costumes; entre as condições defesas se incluem as que privarem de todo efeito o negócio jurídico, o sujeitarem ao puro arbítrio de uma das partes”.

¹¹⁸ “No direito comercial, toda reflexão e estudo há de considerar a advertência centenária de Cesare Vivante: a compreensão de um instituto jurídico mercantil pede a prévia compreensão de sua função econômica”. (CAMILO JUNIOR, Ruy Pereira. *Contrato de Cessão de Quotas Sociais*. In: AZEVEDO, Luís André N. de Moura; CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de (Coord.) **Sociedade Limitada Contemporânea**. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p. 219).

sempre será necessário recorrer a um meio de integração demasiadamente interventivo para endereçar os elementos acidentais que não se encontravam expressamente regulados na minuta preliminar. Vejamos, a seguir, como cada uma das correntes podem ser aplicadas aos contratos de M&A.

3.4. Aplicação das correntes à compra e venda de ações em companhias fechadas

A questão sobre a qual se discute no presente trabalho é a seguinte: se, no curso das negociações, as partes acordam por escrito sobre os elementos essenciais de um contrato cujo objeto é a aquisição de participação societária de uma sociedade por ações de capital fechado, mas, por alguma razão, optam por deixar para um momento posterior a solução de questões relativas a elementos acidentais, esse documento por elas celebrado possui ou não a natureza de contrato preliminar?

A intenção, portanto, não é tratar sobre a questão jurídica posta em abstrato, mas sim responder à pergunta com enfoque na realidade dos contratos empresariais, mais especificamente uma categoria deste grupo, que são os que envolvem a aquisição de participação societária. Nesse contexto, feita uma análise detalhada sobre as três possíveis correntes interpretativas da questão, vale discorrer sobre como cada uma dessas correntes se amolda à essa modalidade de contrato.

A primeira corrente parte do pressuposto de que o documento por escrito só pode ser considerado um contrato preliminar se as partes tiverem acordado sobre *todos* os seus pontos, sem distinção entre os elementos essenciais e os elementos acidentais. Em um contrato de M&A, dada a variedade de pontos negociados, é possível traçar uma distinção clara entre os pontos que as partes atribuem maior relevância e aqueles que deixam para discutir posteriormente, se for o caso. Existe, portanto, uma incongruência entre o que postula a primeira corrente, especificamente no que se refere a uma desnecessidade de distinguir os elementos essenciais dos acidentes, e o que se apresenta como realidade nas negociações de uma operação de M&A.

O primeiro ponto considerado “essencial” é a descrição da operação, podendo consistir na aquisição de um ativo ou participação societária, sendo esta representativa de parte ou da totalidade do capital social da sociedade alvo. Se for uma aquisição de participação, o investimento pode ocorrer mediante aporte de capital direto na sociedade, hipótese em que

haverá um aumento do capital social com emissão de novas ações, a serem subscritas¹¹⁹ pelo adquirente, ou pagamento do preço de aquisição a um vendedor, hipótese em que as ações já existentes e de titularidade desse vendedor serão transferidas ao adquirente. É comum, inclusive, que o mesmo investimento seja feito das duas formas, ou seja, com uma fração destinada ao capital social da sociedade alvo e a outra sendo paga diretamente aos vendedores.

O segundo ponto essencial é comum a todos os contratos de compra e venda e consiste no valor do investimento. Esse valor costuma estar expresso em moeda corrente nacional e representa o montante que o adquirente da participação acionária está disposto a desembolsar para adquirir o objeto da operação (seja um ativo ou participação societária). Esse montante geralmente é fixo nos contratos cujo objeto é mais simples de se avaliar, como uma mercadoria ou um imóvel. No entanto, para atribuir um preço que seja compatível com o valor da sociedade alvo, é preciso considerar uma série de variáveis complexas e dotadas de certo grau de subjetividade que podem, inclusive, se alterar ao longo do tempo. Assim, se houver uma alteração nas premissas com base nas quais as partes acordaram o valor do objeto da operação, o preço será ajustado para acomodar essa nova realidade.

Uma forma de refletir esses ajustes é constar, na minuta inicial, que os valores que compõem o investimento foram estabelecidos considerando algumas premissas, e que estão sujeitos à confirmação conforme tais premissas se mostrarem verdadeiras ou não ao término das negociações. A minuta também costuma prever, em linhas gerais, quais serão as formas pelas quais o preço poderá ser ajustado, sendo esse um dos pontos considerados essenciais pelas partes em uma operação dessa modalidade.

Pode-se, ainda, invocar um outro ponto essencial nesse tipo de operação, relativo à estipulação das denominadas “condições precedentes”. Como já visto no capítulo anterior, as condições precedentes são todas as medidas a serem cumpridas ou renunciadas pelas partes anteriormente ao fechamento da operação, sob pena de não haver fechamento. Assim, durante o período entre a assinatura do contrato definitivo (*signing*) e o fechamento da operação (*closing*), cada parte buscará tomar as medidas que lhe cabem para viabilizar o fechamento, quer estejam previstas no contrato principal sob a forma de condições precedente ou não. A lista das condições precedentes a constar do contrato decorrerá da estrutura de cada operação e

¹¹⁹“(…) a subscrição de ações ou quotas de capital importa na assunção da obrigação, pelo subscritor, de contribuir com uma determinada quantia de dinheiro ou de transferir determinados bens para a sociedade, adquirindo, em contrapartida, um certo número de quotas ou ações representativas do capital social da sociedade”. (MUNIZ, Ian. *Fusões e aquisições: aspectos fiscais e societários*. 2ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 39).

dos pontos identificados na auditoria que precisam ser solucionados anteriormente ao fechamento da operação.

Dentre os exemplos mais comuns de condições precedentes fixadas pelas partes em um contrato de compra e venda de participação acionária estão a obtenção das aprovações societárias, regulatórias e de terceiros necessárias para o fechamento da operação; submissão ao, e aprovação da operação pelo Conselho Administrativo de Defesa Econômica (Cade), se necessário for; implementação de medidas societárias para segregar o ativo negociado, se necessário for; e implementação das medidas contábeis e de gestão necessárias para o fechamento da operação, como abertura de livros societários da sociedade alvo. Desse modo, o efeito do negócio jurídico previsto no contrato definitivo, que se aperfeiçoará com o pagamento do preço de aquisição e em contrapartida a transferência da participação acionária, fica subordinado a eventos futuros e incertos relativos à necessidade de cumprimento das condições precedentes por ambas as partes. A inviabilidade de cumprir com uma condição precedente pode resultar na impossibilidade de fechamento do negócio.

Os pontos acima evidenciam que, nesse tipo de operação, a distinção entre os elementos essenciais e acidentais não se trata de mera formalidade, mas sim de uma necessidade das partes em decidirem o que deve ser priorizado e o que pode ser negociado posteriormente. Além disso, dada a variedade de pontos a serem contemplados no contrato definitivo e a sua alta complexidade, não parece razoável, em abstrato, assumir que é viável acordar de maneira expressa sobre como endereçar *todos* os pontos constantes da minuta preliminar, principalmente se tais pontos estiverem mencionados de maneira genérica no documento.

Para a segunda corrente, o contrato se reputaria formado com o acordo das partes sobre os elementos essenciais, salvo se, na minuta preliminar, houver reserva expressa e específica sobre os elementos acidentais que deverão ser negociados previamente à celebração do contrato definitivo. Como já pontuado, a ideia central da referida corrente se aproxima do que dispõe o artigo 462 do Código Civil sobre o tema, o qual faz referência apenas aos “requisitos essenciais” do contrato para que este se repute concluído. Além disso, o artigo 463 dispõe que, se o contrato preliminar não possuir cláusula de arrependimento, qualquer das partes terá o direito de exigir a celebração do definitivo.

Um requisito importante da segunda corrente é a reserva sobre os pontos acidentais do contrato, que, a depender da forma como é redigida, será suficiente para obstar a vinculação das partes à minuta celebrada. Daí a necessidade de elencar detalhadamente, ainda na minuta preliminar, os pontos que as partes desejam regular no documento definitivo. Se houver uma previsão genérica de que “os termos e condições da operação serão regulados detalhadamente

no contrato de compra e venda”, mas os elementos essenciais da negociação já constarem da minuta preliminar, referida previsão não obsta a formação do contrato definitivo.

Partindo da perspectiva dos agentes econômicos “ativos e probos”, pode-se argumentar que ambas as partes de uma operação de M&A assumiram o risco inerente a vincular-se em relação aos pontos essenciais, caso tenham optado por regular o acordo sobre referidos pontos por escrito. No entanto, se a minuta preliminar também tiver regulado os pontos acessórios da negociação, fazendo referência à necessidade de tais pontos serem mais bem detalhados em um documento definitivo, também pode-se concluir, com base na mesma perspectiva de sofisticação dos agentes, que eles conscientemente optaram por sujeitar os efeitos do contrato ao consenso sobre tais pontos.

Por fim, a terceira corrente aparenta partir de uma perspectiva mais interventiva ao postular que o contrato se reputa celebrado após o acordo das partes sobre os elementos essenciais, independentemente de haver ou não reserva sobre os elementos acidentais na minuta. Com relação a estes, ou não são passíveis de regramento específico, ou podem ser endereçados pelos denominados meios de integração contratual, conforme detalhados no item anterior.

Especificamente com relação aos contratos de M&A, a jurisprudência já se posicionou no sentido de rechaçar a ideia proposta pela terceira corrente: “não (pode) o julgador consagrar o que está por acertar, o que expressamente depende do futuro entendimento e de valoração de dados ainda não colhidos. Se assim se fizer, estará o juiz contratando pelas partes, o que é grosseiro desvio de função e vício insanável do julgamento, pois se terá imposto em substituição às vontades necessariamente se de colher das Partes, emitindo, como acabadas e perfeitas, declaração de vontade que elas não fizeram.”¹²⁰

Contudo, há que se destacar dois pontos relevantes da fala do Desembargador Hamilton de Moraes e Barros, acima transcrita: primeiramente, ela se insurge contra uma das formas de integração das lacunas contratuais, consubstanciada no acionamento de um árbitro ou juiz para sanar a incompletude. Tal posicionamento não invalida a terceira corrente como um todo, visto ainda ser possível recorrer às outras hipóteses de solução disponíveis nos contratos empresariais. Em segundo lugar, o emprego do termo “expressamente” para tratar sobre os pontos que dependem de entendimento futuro sinaliza um posicionamento do Desembargador em prol da reserva específica sobre os denominados “elementos acidentais”; se não houver tal

¹²⁰ RE 88.716/RJ, págs. 91-92.

reserva, poderia o juiz intervir para suprir a lacuna contratual? Não nos parece que o Desembargador tenha se posicionado contrariamente a essa alternativa.

Ainda sobre a terceira corrente, é possível defender a utilização dos meios menos interventivos de integração contratual, como já o fez a jurisprudência do Supremo Tribunal Federal em um caso paradigmático ocorrido no ano de 1974. Naquela ocasião, as partes acordaram a compra e venda de 2.000 arrobas de cacau, mas o vendedor só entregou 40% do total acordado. O único documento comprobatório da operação continha apenas a quantidade, data de entrega e preço, mas não mencionava a data do pagamento.

O comprador solicitou ao vendedor que lhe entregasse a mercadoria, mas este se recusou a fazê-lo tendo em vista que o preço ainda não havia sido pago. A pretensão do vendedor tinha amparo no art. 1.092 do antigo Código Civil, o qual foi reproduzido *ipsis litteris* pelo Código Civil atual em seu art. 476: “Nos contratos bilaterais, nenhum dos contratantes, antes de cumprida a sua obrigação, pode exigir o implemento da do outro”.

O julgador, para solucionar o caso concreto, partiu do que seriam os usos e costumes mercantis da época, os quais determinavam que o pagamento se desse somente após a entrega da mercadoria. Segundo o Ministro Relator: “Como é de uso muito antigo no comércio de cacau entre fazendeiros produtores e firmas exportadoras da Bahia, as operações se realizam a termo, para entrega futura, fixados desde logo em singelo ‘pedido’, – único documento – a quantidade, a data de entrega e o preço. Nada mais (...). é o uso imemorial na Bahia. Milhões de quilogramas são vendidos desse modo, cada ano, sem estrépito (...)”. Desse modo, foi utilizada uma das formas de integração para completar o contrato no que se referia a um de seus pontos relevantes, mas não expressamente convencionados pelas partes na minuta.

Quando se busca traçar um paralelo entre o que ficou decidido naquele caso e a realidade atual dos contratos de M&A, dois pontos importantes devem ser invocados. O primeiro é que, embora seja uma compra e venda a termo, o caso discutido pertence a uma categoria distinta daquela que define os contratos de compra e venda de participação acionária, visto se tratar de uma compra e venda de mercadoria cuja contratação é de maior simplicidade. Não obstante, nota-se que a *ratio decidendi* é baseada no Código Civil de 1916, que, embora não mais em vigor, possuía uma principiologia alinhada com o que foi introduzido pela Lei de Liberdade Econômica a respeito da intervenção mínima nos contratos, além da interpretação segundo os usos e costumes do tráfico mercantil¹²¹.

¹²¹ "O Código [Civil brasileiro de 1916] traduz, no seu conteúdo liberal no que diz respeito às manifestações de autonomia individuais, conservador no que concerne à questão social e às relações de família, a antinomia verificada no tecido social entre a burguesia mercantil em ascensão e o estamento burocrático urbano, de um lado,

Feita uma análise sobre cada uma das três correntes interpretativas da questão, passa-se à tentativa de compreender, de maneira mais completa, qual foi o entendimento predominante da jurisprudência sobre a matéria ao longo do tempo, desde o primeiro caso paradigmático até os dias atuais. Na sequência, serão abordados os princípios vigentes em nosso ordenamento jurídico que podem servir de embasamento para as decisões do Poder Judiciário envolvendo os contratos preliminares das operações de M&A.

4. HISTÓRICO DO ENTENDIMENTO JURISPRUDENCIAL SOBRE A MATÉRIA E PRINCÍPIOS E INSTITUTOS JURÍDICOS PARA A SOLUÇÃO DOS CASOS CONCRETOS

4.1. Recurso Extraordinário nº 88.716 – o “Caso Disco”

Não há como abordar o tema dos contratos preliminares, em especial no contexto das operações de M&A, sem tratar sobre o paradigmático caso julgado pelo Supremo Tribunal Federal em 1979¹²². A partir dele, serão abordados outros julgamentos mais recentes sobre o mesmo tema, com o objetivo de melhor compreender como se dá a interpretação do Poder Judiciário frente às particularidades dessa categoria de contratos empresariais.

A ação foi proposta por Supermercados Pão de Açúcar S.A. em face de Antonio do Amaral, Virgínia Pereira, Francisco Antonio Domingues Amaral e Distribuidora de Comestíveis Disco S.A., objetivando a adjudicação compulsória de ações da última, que teriam sido objeto de negociações entre os três primeiros réus, na condição de vendedores, e a autora, na condição de compradora. Segundo a autora, ela firmou, com os três potenciais vendedores, um contrato preliminar para compra e venda de ações da companhia Disco S.A., por meio do qual os potenciais vendedores se comprometeram a vender-lhe 97% das ações da referida companhia de que eram titulares. A autora também alegou que as condições do negócio ficaram estabelecidas no contrato, pelo que ela fez um depósito de, à época, CR\$ 10.000.000,00 (dez milhões de cruzeiros) em contrapartida à aquisição das ações. No entanto, os três réus se negaram a firmar o contrato definitivo.

e, por outro, o atraso o mais absolutamente rudimentar do campo, onde as relações de produção beiravam o modelo feudal." (MARTINS-COSTA, Judith. *A boa-fé no direito privado: sistema e tópica no direito obrigacional*. 2ª ed. São Paulo: Ed. RT, 2000. p. 266).

¹²² RE nº 88.716/RJ, Rel Min. Moreira Alves, Segunda Turma, julgado em 11/09/1979, DJe 30/11/1979.

Na argumentação de mérito dos três vendedores réus, estes alegam ter firmado o documento com a autora na intenção de vir a concluir a transação; no entanto, segundo eles, a autora teria adotado algumas medidas protelatórias para a conclusão do negócio e, ato subsequente, oferecido condições inaceitáveis, sendo ela a única culpada pela não consumação da transação. Além disso, eles alegaram que o documento firmado continha “algumas” premissas de um contrato a ser aperfeiçoado e completado em outro documento, de modo que não havia margem para sua execução *in natura*.

Em primeira instância, o juiz entendeu que o documento firmado pelas partes não preenchia os requisitos do contrato principal. Embora tenha sido intitulado de “contrato preliminar”, no entendimento do julgador o documento mais se assemelhava a um “protocolo de intenções”, porquanto ali teriam se estabelecido apenas negociações preliminares como base para um futuro contrato. Ou seja, por meio do referido documento, uma das partes teria manifestado o *desejo* de vender e a outra de comprar, devendo as condições serem definitivamente estabelecidas mediante novas negociações.

Como argumento para sustentar sua posição, o juiz colacionou um trecho do contrato em que era adotada a forma condicional: “se a compra e venda das referidas ações vier a ser aperfeiçoada...”. Por meio deste trecho, o julgador entendeu que teria ficado inequívoca a possibilidade de não se consumir a compra e venda, muito embora o instrumento contivesse cláusula de irretratabilidade para os acionistas. Assim sendo, ficou decidido que o documento não poderia produzir todos os efeitos de um contrato definitivo por lhe faltarem os requisitos fundamentais, entre os quais principalmente o pleno acordo de vontade no tocante ao preço e “condições” da operação.

Cabe destacar que, para interpretar o caso, o juiz parece ter adotado a primeira das três correntes abordada neste trabalho, segundo a qual o contrato só se aperfeiçoa após o acordo sobre todos os seus pontos. Principalmente porque, para concluir que o documento não possuía a característica de contrato preliminar, o juiz considerou o fato de que nele não constavam as “condições” da operação, sem entrar no mérito sobre se essas condições seriam ou não essenciais à conclusão do negócio. Um trecho da sentença que evidencia ainda mais esse posicionamento é o seguinte: “o contrato de fls. 28/31 deixou várias questões em aberto, de modo que transformá-lo em definitivo através de sentença significaria negociar pela parte, violentando-lhe a vontade, quando a aplicação daquele dispositivo só é cabível nos casos em que todas as condições já estão estabelecidas no contrato preliminar, dispensando novas negociações, e ainda assim a parte obrigada se recusa a concluir o contrato”.

Em face da sentença, a potencial compradora interpôs recurso de apelação, a que, por maioria dos votos, se deu provimento. Assim, determinou-se que o depósito de dez milhões de cruzeiros feito pela potencial compradora fosse convertido em pagamento, bem como os vendedores foram condenados a, em trinta dias contados do trânsito em julgado do acórdão, assinar o contrato definitivo de compra e venda das ações objeto do contrato preliminar e providenciar a transferência das ações à apelante, sob pena de incorrerem em multa fixada em CR\$ 50.000,00 (cinquenta mil cruzeiros) por dia de atraso.

Ao contrário do que decidiu o juiz de 1º grau, a maioria dos desembargadores entendeu que o documento celebrado pelas partes se apresentava com todos os elementos essenciais à validade do contrato principal. Com relação ao preço, por exemplo, entendeu-se que havia acordo não sobre um valor exato, mas sim determinável no seguintes termos, e que isso bastava para que o elemento “preço” estivesse contido no documento: “o preço final das ações mencionadas será aquele que resultar da apuração da efetiva situação líquida patrimonial da EMPRESA, tendo como pressupostos aqueles indicados no desdobramento da cláusula 3, a saber: 1º) – Cr\$55.000.000,00, correspondente ao sistema operacional da EMPRESA, valor esse somente reduzível se houver substancial modificação nos elementos que o compõem (cláusula 3.1), excluídos desse sistema operacional o indicado na cláusula 3.1.2; 2º) – O estoque da EMPRESA, apurada em inventário e já fixado seu preço pelo do custo atual.”

Nesse sentido, o voto vencedor concluiu ter havido um consenso expresso das partes sobre o modo equitativo de fixar o preço da transação, sendo que nada concernente à fixação deste valor foi deixado ao arbítrio exclusivo de uma das partes, prática vedada pelo Código Civil vigente à época¹²³ e cuja disposição foi reproduzida no Código Civil atual¹²⁴. O acórdão recorreu aos ensinamentos do advogado J.M. de Carvalho Santos¹²⁵ acerca da matéria: “o contrato só tem existência quando as partes acordarem no preço, o que pressupõe a necessidade de ficar ele, por qualquer forma, determinado”. De acordo com ele, o preço também pode ser determinado “quanto é suscetível de ser fixado com os dados que se encontram no contrato”, sendo que “quanto à maneira de determiná-lo, à lei não interessa prescrever”, visto que “as partes são livres de escolher o critério pelo qual se decidirá o preço da coisa e se sujeitam, naturalmente, ao que convencionaram”.

¹²³ Cf. art. 1.125: “Nulo é o contracto de compra e venda, quando se deixa ao arbítrio exclusivo de uma das partes a taxaço do preço.”

¹²⁴ Cf. art. 489.

¹²⁵ SANTOS, J.M. de Carvalho. *Código Civil Brasileiro Interpretado*, vol. 16, pags. 24 e 31, nº 2.

Sobre a formação do consentimento, privilegiou-se a cláusula de irretratabilidade prevista no documento, segundo a qual “este instrumento fixa as condições possíveis de compra e venda das ações, motivo pelo qual é irretratável para os ACIONISTAS, valendo como opção a favor do PRETENDENTE, dentro do prazo de 30 dias fixados no item 4”. Pelos termos em que a cláusula foi redigida, o acórdão entendeu que era inadmissível chamar o documento de um mero “protocolo de intenções”, sendo, na verdade, um contrato preliminar irretratável para os potenciais vendedores.

Um ponto importante a se considerar é que o documento previa uma opção de compra das ações a ser exercida pela companhia recorrente no prazo de até 30 dias. Assim, desde o momento em que as partes firmaram o contrato preliminar, para o comprador aquele documento valia como uma “opção” a ser exercida ou não. Nas operações de M&A, os memorandos de entendimentos não raro preveem uma opção de compra da participação societária em benefício do comprador, mas os termos em que referida opção é regulada variará conforme o documento. A cláusula de opção pode regular com mais detalhamento todos os termos em que a opção poderá ser exercida, incluindo prazo e providências necessárias para viabilizar a transferência da participação, como parece ter sido o caso julgado pelo Supremo, ou fazer referência expressa a um documento definitivo, dizendo que ele deverá prever para o comprador a opção de compra da participação do vendedor.

Vê-se, portanto, que a forma com que apenas uma das cláusulas é redigida pode exercer forte influência na percepção do julgador acerca de como se deve interpretar o documento como um todo. No caso em análise, havia duas cláusulas cujo conteúdo se mostrou relevante para que o acórdão atribuísse ao documento firmado pelas partes a natureza de um contrato preliminar: a irretratabilidade para os três vendedores e a opção de compra das ações a ser exercida pelo comprador, ou não, em até 30 dias.

Para além da “letra fria” do contrato, o comportamento das partes ao longo da negociação também é determinante para que se conclua que elas quiseram seguir com a operação pretendida. Esse comportamento deve ser orientado pelo princípio da boa-fé objetiva, sobre o qual se tratará mais adiante, mas, sem prejuízo da observância deste princípio geral, espera-se que exista uma coerência entre os atos praticados pelas partes ao longo do tempo, sob pena de configurar-se o chamado *venire contra factum proprium*. Entende-se por *venire* as situações nas quais uma pessoa, durante certo período de tempo, comporta-se de determinada maneira, gerando expectativas em outra de que seu comportamento permanecerá inalterado¹²⁶.

¹²⁶ Nos dizeres de Anderson Schreiber, a tutela da confiança atribui ao *venire* um conteúdo substancial, no sentido de que deixa de se tratar de uma proibição à incoerência por si só, para se tornar um princípio de proibição à

Nesse sentido, a decisão em 2ª instância invocou uma suposta incoerência no comportamento dos três vendedores, consubstanciada no fato de que, na assinatura do documento preliminar, eles receberam a quantia de Cr\$10.000.000,00. Ato contínuo, por razões de “interesse de ordem pessoal”, optaram por não vender as ações. Segundo entendeu a maioria dos desembargadores, essas ações configuram um comportamento contraditório porque, ao aceitarem o valor depositado pela compradora, os três vendedores se obrigaram a consumir o negócio de compra e venda de ações. Além disso, segundo as evidências documentais presentes nos autos, tendo a compradora enviado notificação para exercer a opção de compra das ações (condição que se subordina o documento celebrado pelas partes), os vendedores informaram-lhe que a compra e venda das ações objeto do contrato preliminar tornara-se definitiva.

O pedido da autora, foi, portanto, acolhido e a maioria dos desembargadores do Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro condenou os vendedores réus a, dentro do prazo que foi marcado e sob as penas pecuniárias pedidas, assinar o contrato definitivo de compra e venda, com a conseqüente entrega da coisa. Restou decidido que o “preço” seria determinado mediante os elementos já pré-fixados pelas partes no que se reconheceu como contrato preliminar de compra e venda, tendo o acórdão fixado um prazo de trinta dias, a partir do seu trânsito em julgado, para cumprimento dessa etapa. Uma vez cumprida, a autora deveria efetuar o pagamento do restante (para além dos Cr\$10.000.000,00 que já haviam sido depositados, os quais, segundo o contrato, se converteriam em princípio de pagamento do preço da compra e venda) e os vendedores lhe fazer a transferência das ações vendidas.

Um dos votos vencidos entendeu que o elemento “preço” não foi fixado no documento firmado entre as partes, tendo havido apenas uma “provocação” para apresentação deste requisito essencial, de modo que a determinação do valor em si ocorreria apenas na fase de aperfeiçoamento das negociações. Segundo o desembargador que proferiu um dos votos dissidentes: “Nota-se que nos instrumentos não há a menor alusão à estimação de preço por terceiro, o que vale dizer: não é possível, após recusa ou impossibilidade, recorrer-se ao arbitramento. Emerge, pois, que o requisito essencial do preço inexistente, o que torna o chamado pelo apelante de pré-contrato, um simples protocolo de intenções, como, com exatidão, batizou a sentença de primeira instância.

O segundo voto vencido se alinhou à primeira das correntes abordada no capítulo anterior e concluiu que o negócio jurídico celebrado entre as partes não poderia ser classificado

ruptura da confiança, por meio da incoerência. Em suma, segundo o autor fluminense, o fundamento da vedação do comportamento contraditório é, justamente, a tutela da confiança, que mantém relação íntima com a boa-fé objetiva.

como “contrato preliminar”, por existirem várias cláusulas em aberto no documento que não poderiam ser completadas pelo julgador. Em suas palavras: “Existiram no escrito condições a definir, cláusulas a encher, não podendo o julgador consagrar o que está por acertar, o que expressamente depende de futuro entendimento e de apreciação e valoração de dados ainda não colhidos. Se assim o fizer, estará o juiz contratando pelas partes, o que é grosseiro desvio de função e vício insanável de julgamento, pois que se terá imposto em substituição às vontades necessariamente de se colher das partes, emitindo, como acabadas e perfeitas, declarações de vontade que elas não fizeram.

Contra a decisão de segunda instância foi interposto recurso extraordinário, que foi admitido por se tratar de uma questão interpretativa não sobre determinada cláusula do documento, mas, sim, sobre a sua natureza jurídica e o nível de vinculação gerado para as partes: “Segundo a Súmula nº 454, simples interpretação de cláusulas contratuais não dá lugar à recurso extraordinário. No caso, entretanto, não se cogita de simples interpretação de cláusulas contratuais, mas da questão de saber, à luz dos preceitos legais invocados e questionados, se se perfez, ou não, o contrato, questão basilar para a solução desta discutidíssima demanda, conforme se depreende dos próprios termos dos votos constantes do acórdão recorrido (...) Vê-se, pois, que, longe de constituírem matéria de fato ou de mera interpretação de cláusulas, os temas discutidos e decididos resvalam para a incidência das regras de direito concernentes à qualificação jurídica do negócio, o que torna o caso suscetível de ser apreciado pela via extraordinária”¹²⁷.

Os Ministros da Segunda Turma do Supremo Tribunal Federal, por maioria de votos, deram provimento ao recurso extraordinário. O voto do Relator Ministro Moreira Alves foi o que prevaleceu, entendendo ele que o documento se tratava de um “projeto de contrato ou minuta”, em que se estabeleceram pontos já acertados, mas em que se expressaram outros a ser determinados posteriormente, somente caso a compra e venda das ações viesse a ser aperfeiçoada. Tendo em vista a existência dessas questões em aberto, o Ministro entendeu que da minuta celebrada não poderia surgir contrato (preliminar ou definitivo) de compra e venda. Além disso, o voto vencedor destacou a impossibilidade de o juiz, pelo nosso sistema jurídico vigente à época, substituir-se às partes, e deliberar por elas nos pontos sobre os quais não chegaram a um acordo¹²⁸.

¹²⁷ RE 88.716/RJ, pág. 59.

¹²⁸ Houve um voto divergente proferido pelo Ministro Leitão de Abreu, que entendeu que o documento firmado pelas partes seria um contrato preliminar porque estavam presentes todos os requisitos essenciais para a sua constituição. Contudo, segundo entendimento do Ministro, o documento não continha força obrigatória suficiente para impor a execução forçada do contrato definitivo.

Feita uma análise dos argumentos levantados pelos julgadores no paradigmático “Caso Disco”, importante invocar os casos mais recentes a fim de compreender como o tratamento jurisprudencial dado à questão tem evoluído ao longo dos anos.

4.2. Tribunais Estaduais

O código civil de 1916 não continha nenhuma previsão expressa acerca do que constituía o contrato preliminar. Existiam, no entanto, regras relacionadas às ações de execução desse tipo de instrumento no Código de Processo Civil de 1973¹²⁹. Não obstante a ausência de um tratamento legislativo, a jurisprudência da época considerava, em sua maioria, que o contrato preliminar deveria conter *os mesmos* requisitos do contrato definitivo, e que eventual inexecução das obrigações previstas neste instrumento deveria se resolver exclusivamente em perdas e danos¹³⁰, decorrentes da expectativa criada de uma parte a outra e que porventura não tenha chegado a se materializar. Nesse mesmo sentido foi a decisão do Supremo no Caso Disco, acima abordada, no âmbito da qual a maioria dos Ministros decidiu conforme a primeira das possíveis correntes interpretativas, isto é, de que o contrato somente se reputa celebrado após acordo sobre todos os seus pontos¹³¹.

Posteriormente, o Código Civil em vigor dedicou uma seção inteira ao contrato preliminar e consignou que, para ser caracterizado como tal, o instrumento deveria conter não *todos* os requisitos, mas somente aqueles considerados *essenciais* ao contrato a ser celebrado. Houve, portanto, uma suavização da rigidez quanto aos requisitos do contrato preliminar, podendo o documento ser caracterizado como tal ainda que não se tivesse um acordo sobre os pontos secundários, os quais seriam complementados futuramente. Referida mudança de

¹²⁹ Art. 639. Se aquele que se comprometeu a concluir um contrato não cumprir a obrigação, a outra parte, sendo isso possível e não excluído pelo título, poderá obter uma sentença que produza o mesmo efeito do contrato a ser firmado.

Art. 640. Tratando-se de contrato, que tenha por objeto a transferência da propriedade de coisa determinada, ou de outro direito, a ação não será acolhida se a parte, que a intentou, não cumprir a sua prestação, nem a oferecer, nos casos e formas legais, salvo se ainda não exigível.

Art. 641. Condenado o devedor a emitir declaração de vontade, a sentença, uma vez transitada em julgado, produzirá todos os efeitos da declaração não emitida.

¹³⁰ ALEM, Fabio P. Contrato Preliminar: níveis de eficácia. São Paulo: Almedina, 2018, p. 38.

¹³¹ Referida decisão foi objeto de críticas na doutrina, dentre elas a apresentada por Alcides Tomasetti Junior em sua tese de doutoramento, apresentada perante a Faculdade de Direito de São Paulo em 1982: “Demais, nota-se uma indevida extensão da norma do art. 191 do Código Comercial, cujo enunciado é exclusivamente pertinente à formação dos contratos (definitivos) de compra e venda mercantil, à categoria genérica de contrato preliminar, como se fosse cânone hermenêutico óbvio e pacífico a regulação dos contratos preliminares conforme a disciplina própria dos contratos definitivos aos quais eles se ligam eventualmente.”

paradigma se deu para acompanhar as mudanças observadas nas relações mercantis de maior complexidade, conforme pontuado por Fabio P. Alem:

A base para essa evolução doutrinária deveu-se à necessidade de atualização das figuras jurídicas à realidade prática dos negócios internacionais e domésticos, haja vista que as partes já expressavam suas vontades em contratar desde a celebração do contrato preliminar, que seria o primeiro estágio vinculante do pacto entre as partes com vistas a alcançar o contrato prometido. (...) Assim, sob forte influência de estudos comparados, bem como seguindo-se a lógica prática dos negócios complexos que vinham sendo celebrados no dia a dia da prática comercial e jurídica, o contrato preliminar passou a ser amplamente usado no Brasil, mesmo quando ainda não havia a possibilidade de equiparação ao contrato definitivo, contrariando claramente o precedente do Caso Disco.

Existe, contudo, um posicionamento divergente na doutrina contemporânea no sentido de que, mesmo tendo havido a celebração do contrato preliminar, a ruptura das negociações por uma das partes não significa que a outra terá direito à indenização¹³². Nesse sentido, importante verificar o posicionamento da jurisprudência mais atual para investigar se algum deles predomina frente aos demais. Para isso, serão analisados, especificamente, alguns precedentes julgados pelos Tribunais de Justiça dos Estados de São Paulo e do Rio de Janeiro.

4.2.1. Justificativa da escolha

A escolha pelos dois tribunais acima indicados justifica-se na medida em que são os dois maiores tribunais de Justiça do Brasil, concentrando a maior parte da movimentação financeira e processual do Judiciário estadual¹³³. Visto que o presente trabalho aborda uma temática relacionada aos contratos de compra e venda de natureza empresarial, espera-se um maior número de julgados relacionados a este assunto perante referidos tribunais em comparação com os demais.

¹³² Nesse sentido: “Em que pese algum exagero jurisprudencial, a regra geral, bem posta pelo Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, é que a indenização apenas se justifica se houver inequívoco aviltamento da boa-fé objetiva. Desistir das negociações é uma *faculdade* da empresa, que se desdobra do princípio da liberdade de iniciativa econômica, do direito de contratar ou não contratar.” (FORGIONI, Paula A. *Contratos empresariais: teoria geral e aplicação*. 4ª ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019, p. 79).

¹³³ Segundo a pesquisa Justiça em Números, elaborada pelo Conselho Nacional de Justiça (CNJ) no ano de 2022, os cinco maiores tribunais estaduais (TJRS, TJPR, TJSP, TJRJ e TJMG) concentram 64% do Produto Interno Bruto (PIB) nacional e 51% da população brasileira (disponível em: <https://www.cnj.jus.br/wp-content/uploads/2022/09/justica-em-numeros-2022-1.pdf>. Acesso em 15 mar 2023).

4.2.2. Julgados do TJSP: menor grau de intervenção

O Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo possui duas Câmaras Especializadas no processamento de demandas de natureza empresarial¹³⁴, o que sugere uma preocupação em conferir maior tecnicidade às decisões sem comprometer a celeridade nos julgamentos. Segundo declaração feita pelo presidente do TJSP, “as decisões são mais rápidas e uniformizamos a jurisprudência, o que se traduz em transparência, segurança jurídica e previsibilidade”¹³⁵.

Especificamente sobre o tema dos contratos preliminares nas operações de M&A, o posicionamento da jurisprudência em São Paulo parece convergir para a primeira corrente de interpretação, segundo a qual o contrato só se reputaria celebrado após um acordo sobre todos os seus pontos. Importante analisar alguns dos precedentes a fim de identificar os argumentos utilizados.

O primeiro caso se refere à compra e venda de quotas de uma sociedade empresária limitada¹³⁶. As duas sociedades autoras alegaram que, durante dois anos, permaneceram em negociações com as rés visando à alienação da integralidade das quotas sociais das autoras, período no qual as rés teriam obtido amplo acesso às informações estratégicas das sociedades alvo. Posteriormente, as rés enviaram comunicação informando o encerramento das tratativas, apesar de terem demonstrado grande interesse na aquisição e exigido exclusividade nas negociações.

Em virtude da ruptura abrupta e injustificada das tratativas negociais, a sociedade autora requereu a condenação de ambas as sociedades no pagamento de indenização equivalente aos valores despendidos com a contratação de escritório de advogados e de empresa de consultoria/auditoria, assim como de indenização equivalente à perda da chance de alienar a participação societária à outra pessoa jurídica. No caso, as partes haviam celebrado um documento que chamaram de “Acordo de Confidencialidade e Avaliação de Negócio”, por

¹³⁴ Segundo a exposição de motivos apresentada ao Órgão Especial pelo presidente da Seção de Direito Privado do Tribunal de Justiça, desembargador Fernando Antonio Maia da Cunha, “a variedade dos temas recursais afetos à Subseção I, oriunda da antiga 1ª Seção Civil do Tribunal de Justiça e com competência residual em relação às Subseções II e III, e a necessidade de modernizar-se com a especialização de temas específicos, justifica a proposta que se faz de criação de câmara especializada (disponível em: <https://www.tjsp.jus.br/Noticias/noticia?codigoNoticia=9584>. Acesso em 16 mar 2023).

¹³⁵ Disponível em: <https://tjsp.jus.br/Noticias/Noticia?codigoNoticia=85901>. Acesso em 16 mar 2023.

¹³⁶ SÃO PAULO. 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial do Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. Apelação Cível nº 0005452-31.2013.8.26.0100. Relator: Carlos Alberto Garbi, São Paulo, 14 de dezembro de 2016. Disponível em: <https://esaj.tjsp.jus.br/cposg/show.do?processo.codigo=RI002VXSB0000#?cdDocumento=21>. Acesso em: 21 mar. 2023.

meio do qual se comprometeram a “encetar discussões tendo por objeto uma possível operação comercial tendo por objeto o Negócio de Distribuição (a “Operação em Potencial”).

Importante destacar, ainda, que o documento em questão continha uma cláusula de não vinculação, redigida da seguinte maneira: “Cada uma das partes convencionou que, a menos e até que contrato definitivo referente à Operação em Potencial seja firmado e entregue, nenhuma das partes terá qualquer obrigação legal de absolutamente qualquer natureza, com relação à aludida operação, em virtude do presente Acordo ou de qualquer manifestação escrita ou verbal relativamente à operação, por parte de qualquer de seus conselheiros, diretores, empregados, agentes ou quaisquer outros Representantes, ressalvadas, no caso do presente Acordo, das matérias aqui expressamente convencionadas”. Por óbvio, a mera existência da cláusula não é suficiente para afastar as obrigações legais a que as partes estariam sujeitas, dentre elas a observância ao princípio da boa-fé objetiva e dos comportamentos que dele derivam (agir com lealdade, honestidade e integridade ao longo de todo o processo de negociações¹³⁷). No entanto, esses deveres gerais podem ter diferentes intensidades ao longo do período de tratativas. Um dos aspectos que contribui para dosar a incidência do princípio da boa-fé é a prevalência de pontos que foram expressamente negociados entre as partes e reduzidos a um documento escrito.

Outro ponto que contribuiu para a conclusão de que as partes optaram por não se vincular é o comportamento por elas adotado ao longo da negociação. Segundo consta do acórdão: “A inexistência de qualquer vinculação entre as partes nas negociações e de quaisquer responsabilidades em comum foi reiteradamente lembrada e formalizada entre as partes no curso da *due diligence*. Nos sucessivos documentos trocados e firmados entre os representantes das empresas brasileiras e da empresa norte-americana, ambas as observações eram feitas, como se vê de fls. 107/111 (*cláusula 12*), fls. 116/119 (*cláusulas 14 e 15*) e fls. 132/135 (*cláusula 11*), deixando entrever que essa condição era importante nas tratativas”.

A *ratio dissidendi* utilizada pelo Tribunal no caso em análise foi o princípio da obrigatoriedade dos contratos, que privilegia o que restou pactuado entre as partes em detrimento da alegada vulnerabilidade ou hipossuficiência na negociação. Segundo entendeu o

¹³⁷ “Hoje não se questiona a relevância da boa-fé objetiva no âmbito do direito civil, notadamente nas relações obrigacionais, e, ainda especificamente, no âmbito dos *contratos*. Ainda que sua incidência não fosse negada pela doutrina especializada, certo que sua positivação representou verdadeiro estímulo a sua invocação e o aumento geométrico na construção na construção *tópica* jurisprudencial e doutrinária sobre os parâmetros (*standards*) de comportamento que passaram a ser exigidos no tráfego social. Sabe-se hoje que a *boa-fé* objetiva dá concretude e efeitos práticos à *eticidade* e à *socialidade*, valores que permeiam os princípios constitucionais e o direito privado da atualidade, especialmente o Código Civil.” (DE MELO, Diogo Leonardo Machado. Considerações sobre a boa-fé na responsabilidade civil extracontratual. In: ROSENVALD, Nelson; MILAGRES, Marcelo (org.). **Responsabilidade Civil: novas tendências**. São Paulo: Editora Foco, 2018. p. 150-161).

Desembargador Relator, não há que se falar em desequilíbrio no negócio que justifique uma intervenção judicial, visto que “a demanda versa, basicamente, sobre empresas de grande porte e o negócio versava milhões de reais”.

Contudo, a premissa da qual partiu o Desembargador nem sempre se sustenta na análise dos casos concretos, em especial considerando as particularidades das quais podem se revestir uma operação de M&A. Muitas dessas operações envolvem quantias vultuosas, mas a mera constatação de que o valor envolvido é alto não deveria ser suficiente para embasar o argumento de que as partes se encontram em uma relação de pleno equilíbrio. Como já visto nos capítulos anteriores deste trabalho, há cenários em que ambas as partes são sofisticadas, mas, ainda assim, uma delas possui tamanho poder de barganha frente à outra a ponto de lhe impor condições abusivas, ou contrárias aos usos e costumes que devem ser observados pelos contratantes ao longo de qualquer negociação.

Se é verdade que as situações de dependência econômica existem, inclusive nos contratos empresariais, também se sabe que nem toda situação de dependência econômica é apta a justificar uma intervenção exógena no negócio. Por isso é necessário analisar com cautela tanto o que restou pactuado por escrito como o comportamento das partes ao longo da fase de negociações, bem como a presença dos aspectos sobre os quais se discorreu no capítulo 2 deste trabalho.

Uma das particularidades importantes a serem observadas nas operações de M&A é a contratação de assessores jurídicos e financeiros pelas partes. Se apenas uma das partes conta com uma assessoria especializada, independentemente do valor envolvido na operação, é mais razoável (embora não garantido) que se instale um cenário de vulnerabilidade econômica. Contudo, se as duas partes estão bem assessoradas, as chances de que essa vulnerabilidade seja reconhecida judicialmente serão um tanto menores, caso se esteja diante de um julgador que privilegia o princípio da intervenção mínima nos contratos empresariais.

Observa-se que, no caso em análise, esse foi um dos aspectos considerados pelo Desembargador Relator ao proferir seu voto. De acordo com o seu entendimento dos fatos analisados, “nada nos autos indica superioridade das partes litigantes. Como já anotado, as tratativas foram firmadas por empresas de grande porte e mesmo que se queira levantar o argumento de que a ré é empresa norte-americana de atuação multinacional, o que pode fazer pressupor certa sobrevalência, os autores afirmaram que foram assessorados por escritório de advocacia especializado e por famosa empresa de consultoria e assessoria, ao custo de mais de R\$ 1.000.000,00 e cuja página na rede mundial de computadores informa estar presente em 157 países, contar com mais de 208.000 profissionais e atuar em serviços de “*Auditoria e*

Asseguração, Consultoria em Negócios e Tributária” (www.pwc.com.br, acesso em 1º.10.2016).”.

Não obstante, embora a contratação de assessores seja um dos aspectos relevantes a se considerar, ele não deve ser o único, sob pena de se concluir precipitadamente que a presença desses assessores é garantia de que não haverá situações de abusividade de uma parte a outra. Importante analisar um segundo caso concreto a fim de investigar os outros possíveis aspectos a serem considerados.

O caso refere-se a uma ação indenizatória por rescisão contratual, ajuizada por Felipe Iroldi Moretti em face de uma pessoa jurídica denominada Zahav Investiments Brazil S/S e de seu sócio João Francisco Saller Medeiros¹³⁸. Segundo o autor, as partes celebraram uma parceria, a qual foi reduzida por escrito em um documento denominado “Protocolo de Intenções e Entendimentos”, com o objetivo de criar uma empresa voltada à pesquisa e desenvolvimento de projetos de mineração, a qual viria a se tornar a “Brasil Energy Minerals Mineração S.A” ou “Bem S.A.”. Um segundo documento firmado pelas partes foi o “Acordo entre Sócios e Acionistas” da Lithium Technologies LTD e Bem S.A., por meio do qual se comprometeram a formar uma *joint venture*¹³⁹ para, com exclusividade e em todo o território brasileiro, trabalharem em conjunto na exploração de produtos derivados de lítio e cobalto.

Após a celebração dos referidos documentos e de ter desenvolvido a parte técnica que lhe cabia, o autor alega ter descoberto que os réus estavam criando uma nova empresa, denominada “Infinity Energy”, destinada às mesmas atividades da Bem S.A., valendo-se, inclusive, das jazidas que teriam sido prospectadas pelo autor. Diante dessa situação, o autor pleiteia a condenação dos réus a indenizar os danos por ele sofridos, a quebra do contrato, a perda de uma chance e as despesas e ‘pro labore’ não pagos. Os réus, em contrapartida, alegaram que a empresa Bem S.A. não chegou a ser constituída e que, portanto, o documento firmado pelas partes carecia de força vinculante, visto que o contrato definitivo não chegou a se consolidar. Eles também alegaram que perderam a confiança no autor quando este passou a abusar da capacidade financeira da Zahav, sociedade encarregada de financiar o desenvolvimento da parceria.

¹³⁸ SÃO PAULO. 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial do Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. Apelação Cível nº 1042835-50.2018.8.26.0100. Relator: Cesar Ciampolini, São Paulo, 26 de maio de 2021. Disponível em: <https://esaj.tjsp.jus.br/cposg/show.do?processo.codigo=RI00537FN0000>. Acesso em: 21 mar. 2023.

¹³⁹ *Joint Venture* nada mais é do que uma cooperação entre empresas ou pessoas que pode ou não assumir uma forma societária. As *joint ventures* podem ser criadas por várias formas, inclusive contratuais. Por conta disto, esta forma de investimento caracteriza-se não por sua formatação jurídica, mas, sim, por sua finalidade: “reunir esforços para a exploração de determinado projeto ou empreendimento”. (BOTREL, Sérgio. *Fusões e aquisições*, 5ª ed. São Paulo: Saraiva, 2017, p. 70).

A sentença havia afastado o direito à indenização, mas o Tribunal entendeu em sentido contrário, reconhecendo, portanto, o descumprimento do contrato preliminar pelos réus. Estes haviam alegado que o acordo previa uma série de condições suspensivas que não se concretizaram, dentre elas um aporte de capital por investidor estrangeiro. No entanto, o Desembargador Relator entendeu que o “Protocolo de Intenções e Entendimentos” tinha natureza de contrato preliminar e que não continha qualquer condição suspensiva de seus efeitos.

Sobre este ponto, importante transcrever a cláusula de exclusividade prevista no acordo, visto que, pelo modo com que foi redigida, o Desembargador entendeu que seus efeitos não estavam condicionados a eventos futuros:

“6. DAS REGRAS DE PRAZO E EXCLUSIVIDADE DO PROTOCOLO DE INTENÇÕES E ENTENDIMENTOS

6.1. O presente Protocolo de Intenções permanecerá válido pelo prazo de 30 (trinta) anos contados a partir desta data. Esse prazo poderá ser estendido ou diminuído mediante acordo por escrito assinado pelas PARTES.

6.2. As PARTES acordam que, durante o prazo de 10 anos a contar desta data: (a) não poderão, direta ou indiretamente (i) iniciar, solicitar, promover ou consumir qualquer discussão ou negociação individualmente com terceiros relacionadas as estratégias e projeto empresarial previstos no presente protocolo ou qualquer outra operação com objeto similar aos previstos aqui; e/ou (ii) dar continuidade a qualquer discussão ou negociação com qualquer terceiro já iniciada relacionada ao presente protocolo ou a qualquer outra operação com objetivo similar aos previstos aqui sem o consentimento e participação das PARTES”.

Além disso, com base nos elementos juntados aos autos, o Desembargador Relator concluiu que os réus descumpriram a obrigação de exclusividade prevista no contrato preliminar, tendo agido de maneira desleal ao se aproveitar do trabalho do autor e constituir outras empresas para exploração mineral sem a participação deste. Quando à alegação de que o autor havia utilizado a Zahav para despesas pessoais, o Desembargador entendeu que não era o caso, tendo o autor, na verdade, solicitado o reembolso de despesas que, conforme o seu entendimento, estavam relacionadas ao trabalho de prospecção que lhe cabia dentro da organização.

Para embasar seus argumentos, o autor apresentou provas de que teria cumprido suas obrigações conforme previstas no acordo. Nesse sentido, o acórdão transcreveu trechos de e-mails enviados ao autor em que um dos réus elogia a atuação daquele como COO (*Chief Operating Officer*) do negócio. Com relação à quebra da exclusividade, o autor apresentou

gravações de reuniões realizadas entre as partes, ocasiões em que teria ficado demonstrado que a prospecção de determinada mina foi feita durante a vigência do contrato, mas que ao autor não foi dado o direito de participar da sociedade a ser constituída (Infinity Energy).

Diante disso, o Desembargador Relator concluiu que os réus romperam o contrato preliminar de maneira imotivada e arbitrária, tendo agido em contrário à boa-fé objetiva prevista no art. 422 do Código Civil. No acórdão, o Desembargador também menciona um outro caso decidido sob a sua relatoria em que foi constatado o rompimento injustificado das tratativas e reconhecido o direito de indenização da parte lesada:

“Ruptura de tratativas para fechamento de contrato em fase pré-contratual que, de tão avançada, leva o Tribunal a mandar indenizar a parte inocente de forma plena, como se o contrato tivesse sido finalmente celebrado. Quando se trata de averiguar a responsabilidade pré-contratual de um dos contratantes, ‘[o] ponto de equilíbrio encontra-se na regra segundo a qual a ruptura das negociações gera responsabilidade apenas quando é injustificada e arbitrária, e não já quando é apoiada numa justa causa que a torne legítimo exercício de uma liberdade econômica, como quando sobrevêm circunstâncias inesperadas que tornam o contrato não mais conveniente, ou a contraparte modifique inopinadamente a sua posição, pretendendo impor condições mais gravosas.’ (ENZO ROPPO). O dever de lealdade dos contraentes, ainda quando em tratativas, deve ser fielmente observado. ‘Há, portanto, que se alcançar nas negociações o necessário ponto de equilíbrio para que, ao fim e ao cabo desse processo, não obstante a liberdade que cada um, em princípio, tem em desistir de contratar, não ocorra a ruptura das negociações, de modo que um dos interessados traia injustamente as legítimas expectativas que o avanço das negociações venha a despertar no outro, infligindo-lhe danos. Se o fizer, incorrerá em responsabilidade pré-contratual.’ Doutrina de CUSTÓDIO DA PIEDADE UBALDINO MIRANDA em comentários ao art. 422 do Código Civil. (...)”

Como se vê da fundamentação acima, não obstante o Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo ser conhecido por prezar pela autonomia privada e privilegiar o que foi expressamente negociado pelas partes, existem julgados desse mesmo Tribunal nos quais os Desembargadores optaram por privilegiar a (in)observância dos princípios gerais e o comportamento segundo a boa-fé e a lealdade. Ocorre que a fundamentação utilizada é, por vezes, genérica, sendo imperioso adentrar as particularidades do caso concreto a fim de investigar se de fato a ruptura das negociações ocorreu de maneira “injusta e arbitrária”.

Em especial nas operações de M&A, um dos aspectos mais relevantes a serem considerados é o tempo transcorrido entre o início das negociações e a desistência de uma das partes. Isso porque, conforme já pontuado, os deveres gerais têm intensidades diferentes ao longo do período de tratativas, podendo variar conforme os comportamentos já realizados pelas

partes e o contato entre elas por meio das trocas de *e-mails*, reuniões, mensagens etc. No caso cujo voto foi transcrito acima, a fase pré-contratual estava “tão avançada” a ponto de o Desembargador reconhecer o direito de indenização correspondente à situação hipotética em que as partes deveriam estar se não fosse o evento lesivo, ou seja, a situação na qual estariam se tivessem celebrado o contrato preliminar.

Feita a análise dos entendimentos proferidos pelo Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, passa-se a analisar o que vem decidindo o Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro a fim de discorrer sobre os principais argumentos considerados pela jurisprudência como necessários e suficientes à configuração do dever de indenizar.

4.2.3. Julgados do TJRJ: maior grau de intervenção

Diferentemente do que se observou nos precedentes do Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, o Estado do Rio de Janeiro conta com uma quantidade significativamente menor de julgados que versam sobre aquisições de participação societária. Contudo, é importante destacar a interpretação dada pelo Tribunal ao grau de vinculatividade dos contratos preliminares *lato sensu*, bem como os fundamentos jurídicos utilizados pelos julgadores nessas ocasiões, para, na sequência, discorrer sobre as hipóteses interpretativas que se mostram mais condizentes com a realidade dos contratos de M&A.

O primeiro caso sobre o qual se pretende tratar no presente trabalho foi julgado no ano de 2022 e se refere a uma ação de obrigação de fazer na qual o autor alega ter adquirido, em 2011, um imóvel rural com as especificações constantes dos autos. Na mesma oportunidade, o autor pagou ao vendedor, a título de arras¹⁴⁰, a quantia de R\$100.000,00 (cem mil reais),

¹⁴⁰ Na lição de Pontes de Miranda (Tratado de direito privado, tomo XIII, pág. 317), chama-se arras, ou sinal, ao que alguém dá à pessoa com quem interessa contratar: ou a) em sinal da conclusão do contrato (arras confirmatórias), para firmar a presunção de que o contrato foi concluído e vinculou os contraentes (Arrha contractu perfecto data), ou b) em segurança do contrato ainda não concluído (arrha pacto imperfecto data), o que mais ocorre quando se precisa de certa forma, e não ou não se pode, no momento, satisfazer o pressuposto; ou c) para serem perdidas, se o que se deu preferir exercer o direito de ruptura (revogação) do contrato (arha poenitiales). As arras estão previstas no Capítulo VI do Código Civil, mais especificamente nos arts. 417 a 420: Art. 417. Se, por ocasião da conclusão do contrato, uma parte der à outra, a título de arras, dinheiro ou outro bem móvel, deverão as arras, em caso de execução, ser restituídas ou computadas na prestação devida, se do mesmo gênero da principal. Art. 418. Se a parte que deu as arras não executar o contrato, poderá a outra tê-lo por desfeito, retendo-as; se a inexecução for de quem recebeu as arras, poderá quem as deu haver o contrato por desfeito, e exigir sua devolução mais o equivalente, com atualização monetária segundo índices oficiais regularmente estabelecidos, juros e honorários de advogado. Art. 419. A parte inocente pode pedir indenização suplementar, se provar maior prejuízo, valendo as arras como taxa mínima. Pode, também, a parte inocente exigir a execução do contrato, com as perdas e danos, valendo as arras como o mínimo da indenização. Art. 420. Se no contrato for estipulado o direito de arrependimento para qualquer das partes, as arras ou sinal terão função unicamente indenizatória. Neste caso, quem as deu perdê-las-á em benefício da outra parte; e quem as recebeu devolvê-las-á, mais o equivalente. Em ambos os casos não haverá direito a indenização suplementar.

restando um saldo devedor de R\$1.100.000,00 (um milhão e cem mil reais) que seria pago no ato da celebração da Escritura Pública de Compra e Venda, a ser lavrada no prazo de 30 dias.

Durante esse período, o potencial vendedor veio a falecer sem que tivesse sido lavrada a Escritura. Sem ter conseguido obter do Espólio a Escritura, o autor buscou judicialmente seu direito, alegando que o compromisso de compra e venda foi celebrado em caráter irrevogável e irretratável e que, portanto, deveria ser respeitado pelos herdeiros do *de cujus*.

A sentença julgou o pedido improcedente, sendo determinado ao Espólio que devolvesse o valor depositado na conta do falecido, ou seja, os R\$100.000,00 (cem mil reais). O argumento no qual se baseou o juiz foi o de que “o suposto compromisso de compra e venda mencionado na inicial não possui validade jurídica”. Destaca-se um trecho na sentença no qual o juiz transcreve parte de um acórdão julgado pelo TJRJ¹⁴¹: “2. O compromisso de compra e venda nada mais é que um CONTRATO PRELIMINAR (ou compromisso de contrato), atualmente tratado nos artigos 462 a 466 do Código Civil. Apesar de ser um contrato dispensável, ou seja, não obrigatório, é comum de ser encontrado em operações de compra e venda de imóveis com o objetivo de propiciar maior segurança às partes no tocante ao preço ajustado e à forma de pagamento a ser cumprida no futuro contrato. No caso, entendo que houve, sim, TRATATIVAS PRELIMINARES, verbalmente, para futuro negócio de venda, tanto que consta dos autos ter sido expedido alvará judicial autorizando a inventariante a vender o imóvel para a autora (sem indicação de preço ou qualquer condição do negócio), sendo posteriormente devolvido aos autos por falta de interesse do Espólio na venda. Nada mais do que isso. Não há nos autos qualquer documento comprovando ter sido formalizado, por escrito, CONTRATO PRELIMINAR contendo todas as condições do contrato futuro, como nome dos adquirentes futuros, preço da aquisição, condições de pagamento, pagamento de arras confirmatórias, existência de cláusula de irrevogabilidade, entre outras”.

Vê-se, pelo trecho acima, que o julgador parece filiar-se à primeira das correntes tratada neste trabalho, de acordo com a qual o contrato preliminar precisa conter todos os requisitos do contrato a ser celebrado. No entanto, a sentença foi reformada pelo Tribunal, que entendeu que a compra e venda foi obrigatória e perfeita e condenou a parte ré a outorgar, mediante o recebimento do saldo devedor do preço, a escritura pública de compra e venda.

Nas suas razões de decidir, o Desembargador Relator discorreu sobre toda a evolução do contrato preliminar ocorrida no direito brasileiro e que culminou com um capítulo próprio no Código Civil atual, conforme já visto ao longo deste trabalho. Também foi invocado o

¹⁴¹ RIO DE JANEIRO. Décima Nona Câmara Cível do Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro. Apelação Cível nº 0064886-46.2013.8.19.0002. Rel. Des. Juarez Fernandes Folhes, julgado em 19/02/2019.

princípio geral da boa-fé, que deveria ser utilizado para interpretar a manifestação de vontade do finado a fim de se conferir sentido, eficácia e função ao acordo de vontades celebrado entre as partes.

Além disso, a sentença considerou o pedido improcedente porque o contrato não foi celebrado de maneira pública. O acórdão desconstituiu esse argumento ao entender que não se pode impor a forma do contrato definitivo à do contrato preliminar. Segundo o entendimento de Caio Mario da S. Pereira:

“A eficácia do contrato preliminar está na decorrência da apuração dos requisitos de validade dos contratos, em relação a ele em si mesmo, e não em função do contrato principal, que lhe é objeto, e cuja outorga constitui fase de sua execução.” (PEREIRA, Caio Mario da SILVA. Instituições de Direito Civil, Contratos, vol. III, 13ª ed. Gen / Forense, 2009, p. 77.)

Por fim, o Desembargador se vale do entendimento de acordo com o qual, em nosso sistema jurídico atual, o contrato de compra e venda se considera obrigatório e perfeito desde que as partes estejam acordes quanto ao objeto e ao preço, conforme consta do art. 482 do Código Civil. Não foi feita nenhuma ressalva de que essa interpretação se aplicaria somente à compra e venda de imóveis, ficando subentendido, portanto, que o Desembargador entenderia pela validade de um pré-contrato de aquisição de participação societária que contivesse a descrição da participação a ser adquirida e o preço de aquisição a ser pago pelo potencial comprador.

O segundo caso analisado no presente trabalho tem como causa de pedir a quebra injustificada de contrato preliminar, que teria consistido em tratativas havidas entre as partes, com o objetivo de construção de um edifício na cidade do Rio de Janeiro¹⁴². O autor alegou que essa quebra teria frustrado expectativas justas de lucro com o empreendimento, que seriam plenamente proporcionais ao enorme envolvimento e investimento de capital e trabalho.

A sentença julgou parcialmente procedente o pedido do autor e invocou a necessidade de agir segundo a boa-fé na fase de tratativas. Extremamente relevante um trecho do julgado que trata sobre o momento, durante as negociações, a partir do qual seria possível falar em responsabilidade da parte que rompeu as tratativas:

“É cediço que as negociações prévias à proposta e ao negócio jurídico não têm o condão de vincular os partícipes, no entanto, devem se revestir dos

¹⁴² RIO DE JANEIRO. Segunda Câmara de Direito Público do Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro. Apelação Cível nº 0075264-45.2005.8.19.0001. Rel. Des. Juez Fernandez Folhes, julgado em 04/06/2020.

princípios que norteiam os contratos e que são verdadeiras regras nas etapas de formalização dos ajustes, quais sejam, a boa-fé e a probidade.

As tratativas devem resguardar as legítimas expectativas geradas nas pessoas envolvidas, que dão como certa a celebração do pacto, e, por conseguinte, operam despesas ou deixam de contratar com outrem. Nesse ponto, a inobservância dos vetores que se espraiam sobre o negócio jurídico que se alinhava, legitima a intervenção do Estado para aferir eventual responsabilidade.

Porém, a responsabilidade não é a contratual, mas sim, a aquiliana. In casu, o contrato não foi entabulado de imediato à aceitação da proposta. Ocorreram desdobramentos que prolongaram a fase de negociações preliminares, caracterizada por sondagens, conversações, estudos e debates.

Até aqui, qualquer um dos envolvidos poderia esquivar-se sob a simples alegação de desinteresse, sem responder por perdas e danos, diante da ausência de vinculação entre eles.

Contudo, a responsabilidade surge na fase de aproximação pré-contratual quando há deslealdade, ou melhor, deliberada intenção de causar dano ao outro partícipe. Existe uma relação obrigacional, independente de contrato, fundada na boa-fé. Portanto, **a violação aos deveres** de boa-fé e probidade pode ensejar indenização, em decorrência da ruptura abrupta das negociações, quando o outro interessado já havia se preparado e suportado despesas na expectativa da feitura do contrato.

Segundo a autora, as rés, sorrateiramente, teriam ocultado o fato de que estavam desistindo do negócio já que intencionavam alienar o terreno, com isso frustrando as expectativas da autora em adquirir o imóvel e continuar no empreendimento imobiliário. A sentença acolheu esses argumentos e entendeu que as rés agiram de má-fé e sem motivo justificado, e que por isso deveriam indenizar a autora, tendo as rés sido condenadas ao pagamento de lucros emergentes, lucros cessantes (honorários na construção frustrada) e dano moral. A conclusão do juiz foi amparada, portanto, na premissa de que as rés teriam violado os seus deveres de probidade e da boa-fé objetiva.

O Desembargador Relator, ao apreciar esse aspecto do caso, discordou do juiz sentenciante e entendeu pela prevalência da versão das rés, quando negaram terem frustrado as expectativas da autora por má-fé ou mesmo sem justo motivo. O entendimento foi de que as rés, em contestação, apresentaram documentos no sentido de que não houve ruptura injustificada ou má-fé, seja nas tratativas preliminares iniciais, seja mais adiante quando da concorrência da tomada de preços visando a escolha da construtora. Enquanto a autora alegou que não foi convidada a participar da concorrência de tomada de preços para a construção, o Desembargador entendeu que os documentos apresentados evidenciam que a autora participou da concorrência de preços, mas que não foi escolhida por não ter apresentado o melhor preço.

Concluiu-se ainda, que não houve qualquer atitude “sorrateira” ou de deslealdade por parte das rés no que se refere à alienação do terreno. Isso porque, no entendimento do

Desembargador Relator, todas as transações se efetivaram através de escrituras e registros efetuados no Ofício de Imóveis, com ampla e pública publicidade, com acesso por qualquer interessado que contra elas quisesse se opor, o que não teria ocorridos, nem mesmo por parte da autora.

O acórdão também afastou a condenação das rés por lucros cessantes sobre dois pontos específicos, que são o percentual médio sobre honorários que receberia em virtude da construção do empreendimento imobiliário, identificado no laudo pericial como taxa de administração da obra, e o percentual de 10% sobre o lucro decorrente da alienação das unidades imobiliárias. Ao negar tais pleitos, o voto do Relator apresenta algumas considerações importantes sobre a diferença entre a responsabilidade pré-contratual e aquela que advém do descumprimento do pré-contrato, que são, inclusive, bastante aplicáveis a uma eventual responsabilização no âmbito dos contratos de M&A:

Vale ainda ressaltar que o regime da RESPONSABILIDADE PRÉ-CONTRATUAL não se confunde com o da responsabilidade em descumprimento de PRÉ-CONTRATO, pois aqui admite-se a execução específica do contrato futuro, como previsto no art. 464, o qual é fundamentado na responsabilidade contratual. Porém, na responsabilidade pré-contratual disciplinada no art. 422, isto é, na responsabilidade civil por danos decorrentes de atos ou omissões ocorrido no período que antecede a celebração do contrato, essa execução específica do CONTRATO PROJETADO não é possível, pois dele não deriva qualquer compromisso quanto à celebração do CONTRATO PROJETADO. De qualquer forma, é inegável que o interprete deve buscar O EQUILÍBRIO ENTRE FORÇA VINCULANTE DO CONTRATO E A LIBERDADE CONTRATUAL, sempre atento no fato de que a RESPONSABILIDADE PRÉ-CONTRATUAL implica em certa restrição à liberdade de contratar, devendo, por isso, ser interpretada restritivamente. Isso não significa dizer que não se acha no dever de indenizar aquele que, em negociações preliminares, age com má-fé, na medida em que, após provocar em outrem justas expectativas de com ele contratar, daí inclusive levando-o a assumir despesas, vem, sem seguida, sem justo motivo, a interromper as negociações.

Ao entender que a frustração experimentada pela autora não vai ao ponto de autorizar a indenização com base na responsabilidade pré-contratual, o Relator invoca alguns julgados que tratam sobre os requisitos necessários à configuração de um dano indenizável: “Apelação – Responsabilidade Civil Pré-Contratual – a inobservância dos deveres laterais de proteção e lealdade decorrentes da cláusula geral da boa-fé objetiva (art. 422 do CC), que os contratantes são obrigados a observar inclusive na fase de negociações preliminares, gera a obrigação de indenizar apenas se a ruptura das tratativas se dá de forma injustificada e arbitrária, de modo a

frustrar a legítima expectativa depositada pela parte lesada, que efetuou investimentos e despesas fundados na confiança de que o contrato seria celebrado¹⁴³”.

Com base nos julgados acima, nota-se que os juízes e desembargadores recorrem a alguns fundamentos para concluir pela impossibilidade de responsabilizar a parte que rompeu as negociações – em caso de uma postura menos interventiva, conforme a primeira das correntes sobre a qual se tratou no capítulo 2 deste trabalho –, ou pela presença de elementos que configuram o dever de indenizar a parte que se sentiu lesada – em caso de uma postura mais interventiva, optando pela segunda ou terceira correntes a depender do que ficar demonstrado no caso concreto.

Nos contratos de M&A, viu-se não há como fornecer respostas apriorísticas sobre a vinculatividade do contrato preliminar sem antes adentrar as particularidades de cada operação. No entanto, ainda que essas respostas variem consideravelmente a depender do tiver sido negociado na prática, no sistema jurídico brasileiro, é possível afirmar que a disciplina contratual conviverá necessariamente com a disciplina legal acerca dos contratos, que contém normas cogentes que incidirão nos casos concretos, e mesmo normas supletivas que podem vir a iluminar a compreensão das cláusulas contratuais. Importante verificar com um pouco mais de detalhes essas normas e fundamentos a fim de investigar em que contextos a sua aplicação pode auxiliar na resolução dos casos envolvendo contratos de M&A.

4.3. Fundamentos para a ausência de responsabilização

A ideia central advinda da ausência do dever de indenizar e, portanto, da não intervenção exógena, é a de que as partes agem no exercício regular de sua autonomia privada. Nos contratos empresariais, presume-se que os contratantes, ao optarem por se vincular, em maior ou menor grau, o fizeram mediante prévia avaliação de todos os riscos aos quais poderiam estar sujeitos. Dentre esses riscos está o de se ver prejudicado pelo encerramento precoce das negociações em uma operação de M&A, ainda que se tenha celebrado um instrumento por escrito contendo as bases do que constituiria um contrato futuro.

Não obstante a necessidade de observar os princípios gerais do nosso sistema jurídico que regem todas as modalidades de contratos¹⁴⁴, o direito empresarial é a seara no qual a

¹⁴³ SÃO PAULO. 25ª Câmara de Direito Privado do Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. Apelação Cível nº 1011950-34.2015.8.26.0011. Rel. Des. Edgard Rosa, julgado em 01/03/2018.

¹⁴⁴ A respeito do papel do Estado e das leis no âmbito das relações privadas, sintetiza Eros Roberto Grau: “(i) a sociedade capitalista é essencialmente jurídica e nela o direito atua como mediação específica e necessária das relações de produção que lhe são próprias; (ii) essas relações de produção não poderiam estabelecer-se, nem

liberdade de contratar assume quadrantes mais largos¹⁴⁵. Tanto é que essas ideias são reiteradamente trazidas pelos juízes brasileiros como pressupostos de interpretação dos contratos empresariais. Importante falar sobre elas com mais detalhes a fim de investigar a extensão da sua aplicabilidade no âmbito dos contratos de M&A.

4.3.1. Autonomia privada e a liberdade de contratar

O princípio da autonomia privada liga-se à *liberdade de contratar*, que, por sua vez, deriva do princípio da *livre iniciativa*¹⁴⁶. Segundo a lição de Francesco Messineo, o princípio da liberdade de contratar desdobra-se (i) na vedação de qualquer das partes impor à outra o regramento contratual, pois o conteúdo do contrato deve ser resultado do debate entre elas; (ii) liberdade de fixar o conteúdo do contrato; (iii) liberdade de derogar normas supletivas; (iv) liberdade de estabelecer a disciplina a que estarão sujeitas (i.e., liberdade de estipular contratos normativos) e (v) liberdade de celebrar contratos inominados¹⁴⁷.

A livre iniciativa é um dos princípios da nossa ordem constitucional, positivado pelos arts. 1º, inciso IV e 170, *caput* e inciso IV da Constituição Federal¹⁴⁸. Segundo Orlando Gomes, a liberdade de iniciativa significa o “poder dos indivíduos de suscitar, mediante declaração de vontade, efeitos reconhecidos e tutelados pela ordem jurídica. No exercício desse poder, toda pessoa capaz tem aptidão para provar o nascimento de um direito, ou para obrigar-se. (...) O conceito de liberdade de contratar abrange os poderes de autorregência de interesses, de livre discussão das condições contratuais e, por fim, de escolha do tipo de contrato conveniente à atuação da vontade. Manifesta-se, por conseguinte, sob tríplice aspecto: a) liberdade de

poderiam reproduzir-se sem a forma do direito positivo, direito posto pelo Estado; (iii) este direito posto pelo Estado surge para disciplinar os mercados, de modo que se pode dizer que ele se presta a permitir a fluência da circulação mercantil, para domesticar os determinismos econômicos”. (GRAU, Eros Roberto. *A ordem econômica na Constituição de 1988*, 20ª ed. São Salvador: Juspodivm, 2023, p. 32).

¹⁴⁵ FORGIONI, Paula A. *A evolução do direito comercial brasileiro: da mercancia ao mercado*. 4ª ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019, p. 156.

¹⁴⁶ FORGIONI, Paula A. *Contratos empresariais: teoria geral e aplicação*. 4ª ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019, p. 279.

¹⁴⁷ MESSINEO, Francesco. *Dottrina generale del contratto*. 2ª ed. Milano: Giuffrè, 1946, p. 11-12.

¹⁴⁸ Art. 1º A República Federativa do Brasil, formada pela união indissolúvel dos Estados e Municípios e do Distrito Federal, constitui-se em Estado Democrático de Direito e tem como fundamentos: (...) IV - os valores sociais do trabalho e da livre iniciativa;

Art. 170. A ordem econômica, fundada na valorização do trabalho humano e na livre iniciativa, tem por fim assegurar a todos existência digna, conforme os ditames da justiça social, observados os seguintes princípios: (...) IV - livre concorrência;

contratar propriamente dita; b) liberdade de estipular o contrato¹⁴⁹; c) liberdade de determinar o conteúdo do contrato”¹⁵⁰.

A existência desse princípio se confunde com a própria origem do contrato, visto que, desde esse momento, buscou-se assegurar às partes uma segurança quanto ao que por elas restar livremente convencionado. Inclusive, a liberdade de contratar concedida pelo ordenamento jurídico vem acompanhada do dever de cumprir o que restou acordado: trata-se do nexo “liberdade contratual – responsabilidade contratual” destacado por Enzo Roppo¹⁵¹. Conforme destacado por ele, “para o bom funcionamento do mercado e das relações econômicas que aí se entrelaçam, é necessário que as trocas combinadas aconteçam efetivamente, que as promessas feitas sejam executadas, e que os operadores possam contar com as mesmas”¹⁵². A esse respeito, pontua também Arnaldo Rizzardo¹⁵³:

A partir de suas origens, assegurando à vontade humana a possibilidade de criar direitos e deveres, firmou-se a obrigatoriedade das convenções, equiparando-as, para as partes contratantes, à própria lei.

Desde o surgimento, passando pelo direito romano e pelas várias correntes filosóficas e jurídicas da história, o princípio da autonomia da vontade sempre foi consagrado. Por isso, é o contrato considerado como o acordo de vontades livres e soberanas, insuscetível de modificações trazidas por qualquer outra força que não derive das partes envolvidas. Induziu a tão alto grau a liberdade de pactuar, que afastou quase completamente a interferência estatal. Assim pontificou na doutrina de J. J Rousseau, na qual prepondera a vontade geral, e não a individual, com o menor envolvimento possível do Estado, formada pelo livre consentimento das vontades individuais, vindo a constituir o contrato social.

Vale ressaltar que a autonomia privada não é irrestrita, devendo ser exercida dentro dos limites impostos pelo ordenamento jurídico. Nas palavras de Pontes de Miranda, a autonomia da vontade seria “o espaço deixado às vontades”, sendo tal espaço relevante para o direito: “[é] interior, portanto, às linhas traçadas pelas regras jurídicas cogentes, como espaço em branco cercado pelas regras que o limitam”¹⁵⁴. Segundo Luiz Edson Fachin e Marcos A.R. Gonçalves:

¹⁴⁹ Como menciona Silvio Rodrigues, “o contrato vai constituir uma espécie de lei privada entre as partes, adquirindo força vinculante igual a do preceito legislativo”. (RODRIGUES, Silvio. *Direito civil: dos contratos e das declarações unilaterais de vontade*. 28ª ed. São Paulo: Editora Saraiva, 2002, p. 17).

¹⁵⁰ GOMES, Orlando. *Contratos*. 26ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 25-26.

¹⁵¹ ROPPO, Enzo. *O contrato*. Coimbra: Almedina, 2009, p. 127-129.

¹⁵² *O contrato*. Coimbra: Almedina, 2009, p. 233.

¹⁵³ RIZZARDO, Arnaldo. *Contratos*. 16ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 18.

¹⁵⁴ MIRANDA, Pontes de. *Negócios jurídicos, representação, conteúdo, forma, prova* (atualizado por MELLO, Marcos Bernardes de; EHRHARDT JUNIOR, Marcos). In: MIRANDA, Pontes de. *Tratado de Direito Privado*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2012, tomo III, p. 109-110.

A liberdade, princípio gestor das relações sociais, não mais pode significar, na ordem constitucional vigente, o espaço da ausência de responsabilidade. Ao revés, o plano da autonomia da vontade, se antes tido como cenário fechado a qualquer interesse coletivo, passa a refletir, em si, a necessária adequação com o solidarismo imposto pela ordem constitucional. [...] Enquanto na concepção liberal a atuação da ordem jurídica nas relações subjetivas visava à garantia do interesse individual patrimonializado [...], o modelo social de estado impõe aos negócios jurídicos a observância da proteção e concretização da dignidade da pessoa humana. [...] Assim, a autonomia da vontade, à luz dos princípios e garantias constitucionais, somente pode ser lida e reconhecida como elemento formador da justiça distributiva, da sociedade solidarista e da garantia de cooperação entre sujeitos para a materialização dos fins sociais previstos na Constituição¹⁵⁵.

A despeito da discussão sobre a extensão com a qual o princípio deve ser aplicado, inegável que ele possui especial aplicabilidade nos contratos realizados no âmbito de uma operação de M&A, visto se tratar de contratos legalmente atípicos, isto é, não previamente formatados pela lei, mas socialmente típicos, com uma tipicidade pode-se dizer global. Por volta de 1940, o comercialista Tulio Ascarelli dizia que não são raros os institutos, especialmente no direito comercial que, ignorados pela legislação, têm a sua disciplina frequentemente posta de um modo internacionalmente uniforme pela prática contratual¹⁵⁶. Os contratantes, portanto, celebram documentos que se revestem das mais variadas formas jurídicas, mas cujo objetivo final é o mesmo: a aquisição ou transferência de determinado ativo ou participação societária mediante pagamento do preço que lhe é correspondente.

Além disso, os contratos de M&A são uma das mais notórias formas de operacionalizar as trocas econômicas entre os agentes no sistema de mercado. Por meio deles, os agentes econômicos interagem e promovem a circulação da riqueza de um patrimônio para outro. Para assegurar que todos os agentes participem dessa interação e disputem entre si dentro das regras de funcionamento do mercado, a liberdade de contratar surge como um pilar indispensável¹⁵⁷.

Segundo Paula Forgioni:

¹⁵⁵ FACHIN, Luiz Edson; GONÇALVES, Marcos A. R. *Hermenêutica da autonomia da vontade como princípio informador da mediação e conciliação*. Revista da Informação Legislativa, Brasília: ano 48, n. 190, 2011, p. 10-11.

¹⁵⁶ Cesare Vivante, ao buscar sustentar a autonomia do Direito Comercial, afirma que “o direito comercial constitui aquela parte do direito privado que tem, principalmente, por objeto regular a circulação de bens entre aqueles que os produzem e aqueles que os consomem”. (VIVANTE, Cesare. *Elementi di diritto commerciale*. Milano: Ulrico Hoepli, 1936, p. 1)

¹⁵⁷ Cabe ressaltar que, no contexto do Estado Liberal brasileiro, inspirado na Revolução Francesa, a liberdade de contratar aliada à obrigatoriedade de se respeitar os contratos gerou a aplicação de uma autonomia sem limites, que, muitas vezes, negligenciava o interesse social sob o manto da legalidade. Segundo Nelson Rosenvald: “(...) do ideário clássico da Revolução Francesa, ‘liberdade, igualdade e fraternidade’, a burguesia se apossou dos dois primeiros valores e comodamente se esqueceu do dever de solidariedade.” (ROSENVALD, Nelson. *Dignidade humana e boa-fé no Código Civil*. 2ª ed. São Paulo: Editora Saraiva, 2007, p. 77).

Não há disputa pelas oportunidades de troca se não houver liberdade de contratar. Note-se bem: a afirmação de que a concorrência significa a disputa pela oportunidade de troca implica o reconhecimento de que ela é a disputa pela celebração de um contrato. A assertiva de que o bom funcionamento do sistema requer a exposição a oportunidades de troca denota que é preciso garantir oportunidades de contratar aos agentes econômicos. Sem a liberdade contratual, o sistema de mercado não se sustentaria (...)

A importância deste princípio é reconhecida pelos juízes brasileiros ao dirimir controvérsias no âmbito do direito empresarial¹⁵⁸, como se observa de trecho do acórdão a seguir: “A alegação do autor-apelante de que foi iludido no sentido de que se tratava de excelente negócio, não o exonera de sua responsabilidade, tendo em vista que assinou o contrato e assumiu a obrigação de cumpri-lo, bem como não comprovou erro na celebração da avença ou que tal motivo tenha sido a razão determinante para a celebração do negócio, conforme disposto no art. 140, do CC”¹⁵⁹.

No entanto, importante analisar com cautela o que se entende por “liberdade de contratar” no âmbito dos contratos preliminares em operações de M&A. Isso porque, se as partes celebraram um documento por escrito que contém todas as premissas mais relevantes do que constituirá o negócio futuro – sendo elas a descrição do ativo ou participação societária a ser adquirido e a indicação do preço de aquisição, podendo ele, inclusive, ser apenas “determinável” para que se entenda pela presença do elemento essencial “preço” –, é possível recorrer a este princípio para concluir que existe uma vinculação das partes e obrigações recíprocas assumidas por ambas, de modo que a desvinculação nesse momento daria origem ao dever de indenizar ou até mesmo à recomposição da situação que seria experimentada se o negócio não tivesse sido rompido.

Na verdade, a liberdade de contratar é utilizada como um dos argumentos aptos a reforçar a tese de que ao juiz não é permitido “completar” os pontos do documento preliminar que ainda carecem de negociação entre as partes. Além disso, se o comportamento delas, enquanto agentes econômicos “ativos e probos”, foi no sentido de não se vincular em determinada fase da negociação, esse pressuposto deve ser respeitado para afastar a existência de um dever de indenizar advindo da ruptura da negociação. É a lição de que extrai do trecho

¹⁵⁸ O exercício da liberdade contratual pelos agentes econômicos, alinhada à reação dos tribunais ao seu exercício, contribuem para a “formatação da ordem jurídica do mercado”. (FORGIONI, Paula A. Prefácio. In: BARRIONUEVO FILHO, Arthur; COSTA, José Augusto Fontoura; FORGIONI, Paula A.; MERGULHÃO, Danilo Rafael da Silva (Coord.). *Fundamentos Econômicos do Direito de Empresa*. Curitiba: Juruá, 2019, p. 12-13).

¹⁵⁹ SÃO PAULO. 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial do Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. Apelação Cível nº 1000002-83.2019.8.26.0196. Rel. Des. J. B. Franco de Godoi, julgado em 30/03/2022.

de um dos julgados já estudado neste trabalho: “Não há dúvidas de que *o princípio da obrigatoriedade dos contratos* tem plena eficácia no caso. A demanda versa, basicamente, sobre empresas de grande porte e o negócio versava milhões de reais. Não há margem para o reconhecimento de vulnerabilidade ou de hipossuficiência na negociação, não há desequilíbrio a justificar intervenção judicial no negócio. Nessas situações, tem plena incidência o que restou pactuado porquanto expressa a manifestação de vontade dos representantes das sociedades”.

Diante dessa interpretação, torna-se extremamente relevante que o documento preliminar disponha expressamente sobre a ausência de vinculação das partes, se assim elas desejarem. Um dos aspectos que certamente auxiliará o intérprete na análise dos casos concretos é a boa redação contratual, em que as partes expressamente convencionam por escrito que as negociações realizadas não têm caráter vinculante e que não haverá responsabilidades de qualquer natureza, sobre as tratativas, até que o contrato definitivo seja celebrado.

Não obstante a inegável contribuição da boa técnica contratual para a solução dos casos concretos, sabe-se que não há uma unanimidade na sua apreciação, em especial devido às múltiplas peculiaridades das quais podem se revestir uma operação de M&A¹⁶⁰. Como já visto, ainda que ambas as partes estejam muito bem assessoradas, é possível que o comportamento por elas adotado se mostre tão voltado à efetiva consecução do negócio que uma quebra “injustificada” dessas negociações dará ensejo à responsabilidade da parte que opta por romper as tratativas, ainda que exista um documento por escrito prevendo alguma espécie de desvinculação. Isso dependerá do quão avançado era o estágio de negociação das partes à época do seu rompimento.

Tendo sido demonstrada a relevância da liberdade de contratar no contexto das operações de M&A, passa-se à análise de um outro fundamento utilizado pelos juízes para rechaçar a existência de um contrato preliminar, isto é, aquele relativo à ausência de algum elemento necessário à constituição do contrato definitivo.

¹⁶⁰ Conforme destaca Antonio Junqueira de Azevedo: “Naturalmente, há várias determinações possíveis, segundo o tipo de área de atividade ou de negócios que as partes estão fazendo. Já nas Ordenações do Reino se prescrevia que quem comprova cavalo no mercado de Évora não tem direito aos vícios redibitórios. Os *standards* variam. Se um sujeito vai negociar no mercado de objetos usados, em feira de troca, a boa-fé exigida do vendedor não pode ser igual à de uma loja muito fina, de muito nome, ou à de outro negócio, em que há um pressuposto de cuidado” (Insuficiências, deficiências e desatualização do Projeto do Código Civil na questão da boa-fé objetiva nos contratos, *Revista Trimestral de Direito Civil – RTDC*, vol. 1, Rio de Janeiro: Padma, 2000, p.4).

4.3.2. Necessidade de conter todos os elementos do contrato definitivo

O segundo fundamento comumente utilizado pelos juízes para entender que não há contrato preliminar é a ausência de todos os elementos necessários à sua constituição. Essa interpretação encontrava respaldo no que previa o antigo Código Comercial, em seu art. 191, segundo o qual o contrato de compra e venda é perfeito e acabado, logo que o comprador e o vendedor se acordem na coisa, no preço e nas condições. Nesse caso, se ainda houver questões em aberto para serem dirimidas no contrato definitivo, ainda que não sejam as denominadas condições “essenciais”, não se poderia dizer que as partes estão vinculadas à celebração do negócio.

No paradigmático “caso Disco”, cuja decisão foi proferida sob a vigência do Código Comercial, entendeu-se pela ausência de contrato preliminar com base nesse fundamento. Conforme se extrai do trecho de um dos votos vencidos em 2ª instância, mas cujo entendimento foi mantido pelo Supremo, a existência de pontos em aberto na negociação foi elemento fundamental a embasar a decisão de que ainda não havia contrato preliminar:

“Só há contrato preliminar se as negociações referentes ao contrato definitivo já foram completadas e o contrato definitivo não é celebrado por uma outra ordem, como por exemplo, não poder uma das partes desembolsar a importância que o contrato definitivo requer. A contrario sensu, se para a celebração do contrato definitivo ainda há pontos em aberto, não se pode falar em contrato preliminar ou contrato de promessa. Se as negociações ainda não estão findas, é mister que haja acordo sobre os pontos do contrato, mesmo não essenciais, porque às vezes é difícil saber quais os pontos essenciais e quais os pontos não essenciais.

O Código Comercial no art. 191 estabelece que “o contrato de compra e venda mercantil é perfeito e acabado, logo que o comprador e o vendedor se acordam na coisa, no preço e mais condições” ... No caso vertente não houve acordo a respeito de diversas questões que ficaram em aberto para serem dirimidas no contrato definitivo, importando criação de uma rede bastante complexa de direito e obrigações recíprocas, de prestações e contra-prestações de várias naturezas”.

Esse posicionamento perdeu força após a revogação do Código Comercial e substituição do art. 191 pelo art. 482 do Código Civil, o qual não mais prevê a necessidade de acordo sobre as “condições” do negócio para que se aperfeiçoe a compra e venda mercantil. Segundo o dispositivo em vigor, a compra e venda, quando pura, considerar-se-á obrigatória e perfeita, desde que as partes acordarem no objeto e no preço. Além disso, o art. 463 prevê que concluído o contrato preliminar, e desde que dele não conste cláusula de arrependimento, qualquer das partes terá o direito de exigir a celebração do definitivo.

No entanto, no que se refere aos contratos de aquisição de participação societária, não há como concluir pela aplicabilidade do art. 482 em seu sentido literal a todo e qualquer caso. Isso porque, conforme já visto, esses contratos se caracterizam pela existência de um período longo entre o início das negociações e a assinatura de um documento por escrito formalizando as condições já acordadas.

Por serem contratos marcados pela complexidade, eles não são celebrados instantaneamente. Assim, é imprescindível adentrar as particularidades do caso concreto a fim de medir a temperatura de como está o ambiente de negociações e o estágio no qual elas se encontram. Por esse motivo é comum que o instrumento celebrado pelas partes, ainda que seja denominado por elas de “contrato preliminar”, careça dos elementos previstos no Código Civil; da mesma forma, por vezes um instrumento denominado “protocolo de intenções” que nasceu para ser não vinculante acaba se tornando vinculante em razão do comportamento das partes ao longo do período de tratativas.

Independentemente da necessidade de analisar o caso concreto, esse fundamento parte do princípio de que a distinção entre os elementos *essenciais* e *acidentais* do contrato só importa para o plano abstrato. Quando esses elementos, concretamente, passam a figurar num negócio jurídico, eles passam a ser essenciais desse negócio jurídico concreto. Nesse mesmo sentido é um outro trecho extraído do acórdão proferido no âmbito do “caso Disco”: “Quase sempre a celebração de um contrato é antecedida de negociações preliminares, que ocupam espaço de tempo mais ou menos longo, a que pode chamar fase ou período pré-contratual. Os futuros contraentes avizinham-se, sondam-se reciprocamente, manifestam as suas intenções, discutem, procurando chegar a acordo. E só depois de determinado o conteúdo do acordo EM TODA SUA EXTENSÃO, poderá haver contrato”.

Uma outra ressalva importante com relação aos elementos essenciais da compra e venda é que o art. 482 faz referência à “compra e venda pura”. Essa modalidade diz respeito à compra e venda sem condições, pelo que restam dúvidas quanto à sua aplicabilidade no âmbito dos contratos de M&A. Segundo o entendimento da doutrina¹⁶¹ acerca do que caracterizaria a compra e venda em sua forma “pura”:

Corresponde à compra e venda comum, que se concretiza quando celebração, entregando-se a coisa e efetuando-se o pagamento, sem dependência de alguma cláusula, e livre de condições para a sua validade. Acrescenta Paulo Luiz Netto Lôbo: “Considera-se pura a compra e venda que não está sujeita a condição ou a cláusulas especiais. Constitui a situação comum no tráfico

¹⁶¹ RIZZARDO, Arnaldo. *Contratos*. 16ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 289.

jurídico, quando as partes manifestam intenção negocial de vender e comprar, assumindo as obrigações correspectivas, isto é, transferir a coisa e pagar o preço.

Assim, é possível afastar a aplicabilidade desse artigo para as operações de M&A cujo fechamento depende do cumprimento das denominadas “condições precedentes”. Isso porque, nesses casos, existe um período intermediário entre o ato em que se decide contrair a obrigação, e se diz isso por meio de um contrato, e o momento em que a obrigação principal é efetivamente executada.

Sobre essa particularidade, o contrato regula de maneira detalhada os eventos que subordinam a plena eficácia do acordo, que são as denominadas *condições*¹⁶². Essa inaplicabilidade pode reforçar a tese de que, se não houver acordo quanto às demais condições do negócio, não haveria que se falar na figura do contrato preliminar e, portanto, na responsabilização da parte que opta por romper as tratativas.

Por fim, uma postura menos interventiva parte do pressuposto de que as partes, ao negociarem o documento preliminar, optaram livremente por deixar alguns pontos em aberto e não é facultado a um terceiro se imiscuir no negócio para completar essas lacunas. Isso porque ambas as partes, em sua expertise negocial, estariam cientes de todos os riscos decorrentes da ausência de acordo expresso sobre “todos” os pontos do contrato futuro. Passa-se à análise desse terceiro fundamento a fim de verificar se ele é condizente com o sistema brasileiro e aplicável a toda e qualquer operação de M&A.

4.3.3. Alto grau de especulação e assunção de riscos pelas partes

Um outro fundamento comumente utilizado pelos juízes brasileiros para afastar a caracterização do contrato preliminar é a impossibilidade de se presumir qualquer vulnerabilidade das partes no contexto de uma operação de M&A, visto ser esta uma modalidade de operação entre comerciantes. Importante destacar os trechos de alguns julgados, já analisados ao longo deste trabalho, em que essa presunção de “hipersuficiência” é destacada: “A demanda versa, basicamente, sobre empresas de grande porte e o negócio versava milhões

¹⁶² Importante ressaltar que, apesar do nome “condition”, na transposição para o direito brasileiro, nem sempre estaremos diante de uma verdadeira “condição” para o nosso sistema, conforme prevista no art. 121 do Código Civil: Art. 121. Considera-se condição a cláusula que, derivando exclusivamente da vontade das partes, subordina o efeito do negócio jurídico a evento futuro e incerto. A Prof^a. Judith Martins-Costa, ao tratar sobre as “condições precedentes” no âmbito dos contratos de M&A, pontua que não há que se falar em inadimplemento de condição, mas somente em seu implemento ou não implemento. Às vezes, portanto, teremos uma “obrigação” no período anterior ao fechamento em vez de uma “condição”.

de reais. Não há margem para o reconhecimento de vulnerabilidade ou de hipossuficiência na negociação, não há desequilíbrio a justificar intervenção judicial no negócio. Nessas situações, tem plena incidência o que restou pactuado, porquanto expressa a manifestação de vontade dos representantes das sociedades”.

Ainda nesse sentido: “O contrato que os autores e a ré pretendiam firmar era complexo, posto que envolvia empresas de grande porte, de nacionalidades distintas e de valores milionários. Tudo indica que as condições previstas nas tratativas iniciais – e eu foram renovadas – estavam inseridas no contexto do negócio que visavam celebrar, dentro da dinâmica usual dessa espécie de transação comercial. Nesse caso, não há margem para a intervenção estatal no quanto foi entre as partes ajustado”.

Esses argumentos derivam da ideia de que os contratos de M&A são sempre firmados entre agentes econômicos “ativos e probos”. Trata-se de um padrão de comportamento razoavelmente esperado entre comerciantes, marcado por um alto grau de esperteza, diligência e perspicácia na interação com outros agentes. Considerando essa atuação no mercado, caracterizada por uma esperteza que se entende como própria do comerciante, os juízes optam por não intervir no que foi pactuado em uma operação tipicamente mercantil, cabendo exclusivamente ao agente econômico a desafiadora tarefa de antever todos os potenciais riscos que podem advir da realização de determinada operação.

Um caso emblemático relacionado a essa presunção de “esperteza” foi julgado pelo Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo no ano de 1913. Nele, um comerciante explorava seu negócio em determinada localidade do município de São Paulo, tendo optado por vendê-lo a um terceiro. Na negociação, restou acordado entre as partes que o vendedor não atuaria no mesmo ramo na Rua da Consolação, onde se localizava o empreendimento alienado. Optou ele, no entanto, por se reestabelecer em uma rua próxima. Ao julgar o caso, o Tribunal entendeu que o alienante não agiu de má-fé, uma vez que a restrição de atuação territorial não havia sido acordada naqueles termos. Tanto o juiz de primeira instância quanto o Tribunal concordaram com o alienante quando este argumenta que a sua obrigação apenas a de respeitar o compromisso, e o compromisso era muito claro: “rua da Consolação, negócio do mesmo gênero”. Não havia palavras sobre proximidades daquela rua.

A esse respeito, os Ministros acrescentaram: “– Porque, no contrato, esse cidadão não falou também nas proximidades da rua da Consolação? Podia até marcar a zona dentro da qual ao outro não seria permitido comerciar... Não o fez! Quer fazer agora?”. Vê-se, portanto, que os julgadores interpretaram o comportamento do alienante como razoavelmente esperado para um mercador, e não como desleal ou contrário à boa-fé. Adotou-se o pressuposto de que o

adquirente, ao negociar a compra do estabelecimento, cercou-se de todos os cuidados necessários antes, durante e após a celebração do negócio. Desse modo, ao adquirente não seria permitido obter tutela judicial para mitigar os efeitos danosos de um risco cujas chances de materialização deveriam ter sido por ele antecipadas e devidamente endereçadas ao longo da negociação.

Ao partir dessa expectativa de padrão comportamental, os juízes menos intervencionistas entendem que o agente, diante das várias possíveis alternativas, escolhe aquela que acredita ser capaz de lhe trazer maiores benefícios. Se esses benefícios não se concretizarem, terá sido um mero infortúnio com o qual o agente precisará conviver de um modo ou de outro.

A interpretação de que os riscos do negócio devem ser assumidos exclusivamente pelas partes contratantes parece se amoldar à realidade dos contratos empresariais. Vale destacar que o contrato nada mais é do que uma tomada de posição sobre o futuro, pelo que as partes precisam antecipar uma série de eventos, já considerando o cenário em que aquele negócio foi realizado. Não há como eliminar por completo os riscos a que ambas as partes estão sujeitas ao se engajarem em determinada negociação. Essa constatação é ainda mais sentida nas contratações complexas, como são as de aquisição de participação societária, nas quais existe um longo período intermediário entre o momento no qual as partes decidem por contrair determinadas obrigações, e dizem isso por meio de um contrato (podendo ele ser caracterizado como mera minuta ou contrato preliminar, a depender do que restar pactuado), e o momento no qual essas obrigações são efetivamente executadas.

Constatada a inafastabilidade dos riscos, também é possível concluir que a parte mais bem assessorada será capaz de se beneficiar ao propor uma melhor alocação de riscos dentro da estrutura do contrato. O contrato é um dos meios de administrar as incertezas das partes, que, em uma operação de M&A, são tanto maiores quanto mais precoce é o estágio das negociações. Existem vários riscos suscetíveis de perturbar a prestação acordada no âmbito do contrato de M&A, e a ausência de intervenção exógena se baseia na ideia de que a parte que se vê prejudicada deveria ter endereçado melhor esses riscos ao longo da negociação. Se ela não o fez, é razoável que suporte inteiramente os prejuízos decorrentes da materialização de determinado risco ao qual sempre esteve sujeita.

Contudo, conforme já visto em algumas passagens ao longo deste trabalho, não há como afastar por completo a incidência da disciplina legal acerca dos contratos. As normas cogentes do sistema brasileiro precisam ser observadas e o pressuposto de que o agente econômico é sempre “ativo e probo” não significa que ele terá um salvo-conduto para se comportar de

maneira desleal. As chances disso ocorrer são potencializadas nas operações de M&A em que as partes comunicam intensamente as suas intenções, mas muitos assuntos se “perdem” ao longo da negociação e é importante saber identificar os casos em que o comportamento esperado se transforma, na verdade, em conduta que deve ser rechaçada pelo ordenamento, inclusive sob a ótica da preservação do bom tráfico mercantil.

Estudados as principais premissas das quais partem os julgadores para não intervirem, passa-se à análise dos fundamentos utilizados na adoção de uma postura mais interventiva, visando à tentativa de se atingir uma interpretação que melhor se adequa ao caso concreto.

4.4. Fundamentos para a responsabilização

No que se refere à caracterização do contrato preliminar e, por conseguinte, responsabilização da parte que opta por encerrar as negociações, não há como recorrer de maneira acrítica ao artigo 462 do Código Civil. Isso porque referido dispositivo não regula de maneira específica a figura do contrato preliminar nas operações de M&A, principalmente ao não detalhar qual seria a relevância das “condições” do negócio para que se repute concluído o contrato preliminar. Tampouco seria possível fazê-lo uma vez que os negócios dessa modalidade são inequivocadamente complexos, sendo atribuída as partes a faculdade de fixarem tantas condições quantas entenderem necessárias ao fechamento do negócio.

Assim, ao adotar uma postura mais interventiva, o intérprete acaba se socorrendo do art. 422 do Código Civil, submetendo os contraentes, durante a negociação e conclusão do contrato, aos princípios da probidade e boa-fé. Ocorre que a aplicação desse princípio implica em certa restrição à liberdade de contratar, pelo que se mostra relevante alcançar um equilíbrio entre o respeito à autonomia privada e aos padrões de comportamento esperados do agente econômico, regidos pelos princípios gerais sobre os quais se tratará adiante.

4.4.1. Boa-fé

O princípio da boa-fé como cláusula geral foi introduzido pelo Código Civil de 2002¹⁶³, muito embora, antes disso, o Direito Civil já havia incorporado cláusulas gerais e conceitos

¹⁶³ A esse respeito, pontua Caio Mário da S. Pereira: “A maior crítica que certamente se podia fazer ao Código Civil de 1916 era a de que nele não se tinha consagrado expressamente o princípio da boa-fé como cláusula geral, falha imperdoável diante da consagração do princípio nos Códigos a ele anteriores, como o francês (art. 1.134) e o alemão (par. 242). (PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de Direito Civil*. 12ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2007, p. 20).

jurídicos que permitiam a entrada de princípios constitucionais na legislação e relativizavam a liberdade contratual, passando esta a subordinar-se ao interesse social¹⁶⁴.

Nesse sentido, Clóvis Couto e Silva destaca a importância da boa-fé, cuja origem é muito anterior à principiologia adotada pelo atual Código Civil:

A influência da boa-fé na formação dos institutos jurídicos é algo que não se pode desconhecer ou desprezar. Basta contemplar o direito romano para avaliar sua importância. A atividade criadora dos magistrados romanos, restringida num primeiro momento ao ‘ius gentium’, e posteriormente estendidas às relações entre os ‘cives’, através do ‘ius honorarium’, valorizava grandemente o comportamento ético das partes, o que se expressava, sobretudo, nas ‘actiones ex fide bone’, nas quais o arbítrio do ‘iudex’ se ampliava, para que pudesse considerar, na sentença, a retidão e a lisura do procedimento dos litigantes, quando da celebração do negócio jurídico¹⁶⁵.

Referido princípio está alinhado a um Estado mais intervencionista¹⁶⁶, com o intuito de tutelar os interesses coletivos¹⁶⁷. Dentro dessa dinâmica insere-se o interesse social do contrato¹⁶⁸, uma vez que este está subordinado à ordem pública e deve servir como instrumento de sua consecução¹⁶⁹.

Nessa linha, o art. 422 dispõe de maneira expressa que os contratantes são obrigados a guardar, assim na conclusão do contrato, como em sua execução, os princípios da probidade e boa-fé. Nota-se que o dispositivo não faz menção à fase que antecede a celebração do contrato

¹⁶⁴ “A positivação da boa-fé como princípio contratual e índice de controle de abusividade das práticas comerciais deu fundamento legal à adoção, no Brasil, da noção de boa-fé objetiva conforme construída pelos tribunais alemães e italianos, a partir do § 242 do Código Civil alemão e do art. 1.375 do Código Civil italiano. Consagrada pelo Código Civil nos arts. 113 e 422, concebe-se a boa-fé objetiva, no direito contratual brasileiro, como dever de conduta estabelecido como cláusula geral, que vincula os agentes econômicos na fase pré-contratual, contratual e pós-contratual”. (TEPEDINO, Gustavo. *Notas sobre a Incidência da boa-fé objetiva em acordo de acionistas*. In: FILHO, Alberto Venancio; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna (coord.). **Lei das S.A. em seus 40 anos**. São Paulo: Editora Forense, 1ª ed, 2017, p. 506-507).

¹⁶⁵ COUTO E SILVA. Clóvis do. *A obrigação como processo*. 1ª ed. digital. Rio de Janeiro: Editora FGV, 2006, posição 511-521.

¹⁶⁶ O Direito Comercial, nesse contexto, pode ser visto como um mecanismo essencial de implementação de políticas públicas. (CAMILO JUNIOR, Ruy Pereira. *Direito societário e regulação econômica*. Barueri: Manole, 2018, p. 166-169).

¹⁶⁷ “O princípio da boa-fé funciona como o elo entre o direito contratual e os princípios constitucionais. Atribuem-se-lhe, do ponto de vista técnico, três funções principais: (i) função interpretativa dos contratos; (ii) função restritiva do exercício abusivo de direitos; e (iii) função criadora de deveres anexos à prestação principal, nas fases pré-negocial, negocial e pós-negocial”. (TEPEDINO, Gustavo. *Novos princípios contratuais e teoria da confiança: a exegese da cláusula to the best knowledge of the sellers*. Temas de Direito Civil, Rio de Janeiro: Renovar, 2006, t. II, p. 252).

¹⁶⁸ O princípio da função social do contrato está previsto no art. 421 do Código Civil atual, que dispõe que “a liberdade de contratar será exercida em razão e nos limites da função social do contrato”.

¹⁶⁹ Como destacado por Maria Celina Bodin de Moraes, “na perspectiva funcional, os institutos jurídicos são sempre analisados como instrumentos para a consecução de finalidades consideradas úteis e justas”. (RENTERÍA, Pablo. *Considerações à cerca do atual debate sobre o princípio da função social do contrato*. In: MORAES, Maria Celina Bodin de (coord.). **Princípios do direito civil contemporâneo**. Rio de Janeiro: Renovar, 2006, p. 294).

e que é marcada pela criação de deveres jurídicos, especialmente nas operações de M&A em que as partes estão engajadas em extensas discussões antes mesmo de se vincularem por meio de um documento escrito.

Não há dúvidas de que o princípio da boa-fé incide sobre todas as relações jurídicas na sociedade, dentre elas as que se referem às operações interempresariais. No entanto, há que se ter cautela com a aplicação deste princípio de maneira exagerada, haja vista que, nas relações entre agentes econômicos “ativos e probos”, deveria prevalecer o que restou negociado como fonte da criação de deveres jurídicos para as partes¹⁷⁰. A conduta segundo a boa-fé deve sempre ser observada, mas é importante destacar que os deveres de boa-fé não costumam ser expressamente contratados pelas partes em uma operação de M&A, incidindo, portanto, por força do princípio geral¹⁷¹.

Nesse sentido, a boa-fé aqui tratada, e referida no Código Civil, é a boa-fé objetiva¹⁷², voltada para a análise do comportamento efetivamente manifestado pelas partes em determinada relação jurídica, não se confundindo com a boa-fé subjetiva, que tem relação com o estado de consciência do sujeito que integra a relação jurídica¹⁷³. Nas palavras de Caio Mário da S. Pereira¹⁷⁴:

Ela não se qualifica por um estado de consciência do agente de estar se comportando de acordo com o Direito, como ocorre com a boa-fé subjetiva. A boa-fé objetiva não diz respeito ao estado mental subjetivo do agente, mas sim ao seu comportamento em determinada relação jurídica de cooperação. O

¹⁷⁰ Nesse sentido: “Ocorre, contudo, que, por conta da finalidade declaradamente protetiva do código consumerista, a noção de boa-fé objetiva por vezes não é bem compreendida, sendo tomada como instrumento de proteção ao vulnerável, embora ontologicamente não se trate de preceito em si mesmo voltado à correção de assimetrias, mas de submissão dos agentes econômicos a padrões objetivos de lealdade e colaboração, em igual medida, para os fins contratuais comuns”. (TEPEDINO, Gustavo. *Notas sobre a Incidência da boa-fé objetiva em acordo de acionistas*. In: FILHO, Alberto Venancio; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna (coord.). **Lei das S.A. em seus 40 anos**. São Paulo: Editora Forense, 1ª ed, 2017, p. 509).

¹⁷¹ Leciona Wald (2005, p. 323), ao versar acerca dos princípios gerais que constam do Código Civil: “tanto a empresa individual quanto a chamada sociedade empresária devem atender aos imperativos éticos e sociais” (WALD, Arnold. *A Empresa no Novo Código Civil*. In: O Crédito Imobiliário em face do Novo Código Civil/Instituto de Registro Imobiliário do Brasil e Associação Brasileira das Entidades de Crédito e Poupança. São Paulo: IRIB/ABECIP).

¹⁷² Desde o Código Comercial de 1850, o legislador trouxe a ideia de boa-fé objetiva. Segundo Ricardo Lupion: “no plano infraconstitucional, o Código Comercial de 1850 continha dispositivos legais que reconheciam a Boa-Fé Objetiva como cláusula geral de interpretação dos contratos firmados pelos então comerciantes”. (LUPION, Ricardo. *Boa-fé objetiva nos contratos empresariais: contornos dogmáticos dos deveres de conduta*. Porto Alegre: Editora Livraria dos Advogados, 2011. p. 43).

¹⁷³ A esse respeito, ensina a Profª. Judith Martins-Costa: “A expressão boa-fé subjetiva denota o estado de consciência ou convencimento individual de obrar (a parte) em conformidade ao direito (sendo) aplicável, ao campo dos direitos reais, especialmente em matéria possessória. Diz-se ‘subjetiva’ justamente porque, para a sua aplicação, deve o intérprete considerar a intenção do sujeito na relação jurídica, o seu estado psicológico ou íntima convicção. Antiética à boa-fé subjetiva está a má-fé, também vista subjetivamente como a intenção de lesar a outrem”. (MARTINS-COSTA, Judith. *A boa-fé no direito privado*. 2ª ed. São Paulo: Ed. RT, 2000, p. 411).

¹⁷⁴ PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de Direito Civil*. 12ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2007, p. 20.

seu conteúdo consiste em um padrão de conduta, variando as suas exigências de acordo com o tipo de relação existente entre as partes.

Nesse mesmo sentido definem Nelson Nery Jr. e Rosa Maria de Andrade Nery:

A boa fé objetiva impõe ao contratante um padrão de conduta, de modo que deve agir como um ser humano reto, vale dizer, com probidade, honestidade e lealdade. Assim, reputa-se celebrado o contrato com todos esses atributos que decorrem da boa-fé objetiva. Daí a razão pela qual o juiz, ao julgar demanda na qual se discuta a relação contratual, deve dar por pressuposta a regra jurídica de agir com retidão, nos padrões do homem comum, atendidas as peculiaridades dos usos e costumes do lugar¹⁷⁵.

Por se tratar de um princípio geral, a interpretação da boa-fé objetiva terá que se amoldar às características da relação jurídica em contrato. Em uma operação de M&A, os deveres provenientes da boa-fé possuem diferentes intensidades ao longo das tratativas. Em determinado momento, os comportamentos esperados de um agente econômico podem gerar na outra parte a expectativa de que a contratação chegará a bom termo. Nesse caso, ainda que o contrato definitivo não tenha sido celebrado, é possível que o intérprete preencha as lacunas do documento preliminar sob o argumento de que a parte desistente incorreu em violação à boa-fé objetiva.

Por esse motivo, torna-se ainda mais importante analisar as peculiaridades do caso concreto a fim de verificar se o comportamento do agente fugiu aos padrões esperados de um agente econômico que opta por iniciar as tratativas para a implementação de uma operação de M&A. Caso o agente tenha se comportado de modo a expressar a sua intenção em fechar determinado negócio, mas no momento seguinte desiste de fazê-lo abrupta e inesperadamente, ele pode ser responsabilizado pelo descumprimento à cláusula geral de boa-fé. Isso porque a boa-fé objetiva é capaz de criar deveres positivos para as partes, dentre eles os de informação, lealdade e transparência¹⁷⁶. É ver:

¹⁷⁵ NERY, Nelson; NERY, Rosa Maria de Andrade. *Código Civil e legislação extravagante*. 2ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2003, p. 93.

¹⁷⁶ “A função do princípio da boa-fé, nesses casos, será a de criar para as partes de um contrato outros deveres, além daqueles que se encontram nele expressos e que constituem o seu objeto principal. (...) Esses deveres secundários se destinam a criar para ambas as partes da relação jurídica um determinado padrão de comportamento, cujo conteúdo objetivará, por vezes, evitar que a outra parte sofra um prejuízo, outra vez exigir uma atitude de cooperação, para que a outra parte alcance em toda a sua plenitude a finalidade prevista no contrato. Os principais deveres instrumentais decorrentes da boa-fé objetiva consistem em deveres de correção, deveres de cuidado e segurança, deveres de informação, deveres de prestar contas, deveres de cooperação e deveres de sigilo”. (PEREIRA, Regis Fichtner. *A responsabilidade civil pré-contratual – teoria geral e responsabilidade pela ruptura das negociações contratuais*. Rio de Janeiro: Renovar, 2001, p. 81). V., tb., Antonio Junqueira de Azevedo, *Estudos e pareceres de direito privado*, São Paulo: Saraiva, 2004, p. 141: “A boa-fé objetiva se estende da fase pré-contratual à pós-contratual, criando deveres entre as partes, como o dever de informar, o de sigilo, o de lealdade e

A boa-fé objetiva não cria apenas deveres negativos, como o faz a boa-fé subjetiva. Ela cria também deveres positivos, já que exige que as partes tudo façam para que o contrato seja cumprido conforme previsto e para que ambas obtenham o proveito objetivado. Assim, o dever de simples abstenção de prejudicar, característico da boa-fé subjetiva, se transforma na boa-fé objetiva em dever de cooperar. O agente deve fazer o que estiver ao seu alcance para colaborar para que a outra parte obtenha o resultado previsto no contrato, ainda que as partes assim não tenham convencionado, desde que evidentemente para isso não tenha que sacrificar interesses legítimos próprios.

A despeito do importante papel atribuído à boa-fé, não há como afastar o direito das partes de decidirem se vão ou não celebrar determinado contrato¹⁷⁷. Em especial nos contratos de M&A, nos quais o rol de obrigações a serem assumidas é muito extenso, vários pontos precisam ser discutidos exaustivamente para que depois sejam consolidados no contrato. Tanto o vendedor precisa conhecer as características daquele que pretende realizar o investimento, quanto este precisa se inteirar dos aspectos relacionados à sociedade alvo cuja parcela do capital social pretende adquirir.

Assim, regra geral, as partes são livres para romper as tratativas, visto que os documentos preliminares costumam ser firmados em caráter não vinculante. Contudo, se determinado rompimento ocorrer em violação à boa-fé objetiva, a parte que incorreu neste comportamento deve ser responsabilizada, uma vez que deixou de cumprir os deveres gerais aos quais estava sujeita por força da boa-fé.

Nas operações de M&A, a caracterização dessa responsabilidade deve ser balizada pela situação específica em que por vezes as partes transformam esses deveres, que decorreriam da boa-fé, em um dever negociado. Assim, cria-se um reforço ao dever e a consequente desnecessidade de recorrer ao princípio geral da boa-fé para justificar a violação ao dever e eventualmente exigir o seu cumprimento.

Em determinada operação, as partes podem celebrar um memorando de entendimentos com prazo determinado, prevendo a obrigação de negociar os documentos definitivos até o final deste prazo. Se isso não ocorrer e as partes tiverem a intenção de continuar, de boa-fé, as negociações, elas poderão acordar uma extensão do prazo do memorando para acomodar seus

o de proteção. Na fase contratual propriamente dita, esses deveres passam a existir paralelamente ao vínculo contratual; são deveres anexos ao que foi expressamente pactuado”.

¹⁷⁷ Assim, a aplicação prática da boa-fé objetiva deve seguir limites, de modo a não sacrificar demasiadamente a liberdade contratual. Nas palavras do Prof. Humberto Theodoro Junior: “(i) a aplicação do princípio não poderá causar desmesurada intervenção judicial na autonomia contratual, de modo a permitir que o juiz substitua a vontade formadora da convenção pela sua própria; e (ii) o juiz deverá seguir as figuras traçadas pelo próprio Código para franquear a invalidação dos negócios viciados ou proceder à revisão dos contratos desequilibrados”. (THEODORO JR., Humberto. *O contrato e sua função social*. Rio de Janeiro: Forense, 2004, p. XI).

interesses. Supondo que o comportamento das partes tenha sido direcionado para a continuidade das negociações, tendo ambas manifestado tal intenção em trocas de *e-mails*, mensagens e realização de reuniões diversas, e uma das partes opta por romper abruptamente essas negociações, a parte que se sentiu lesada pode buscar a responsabilidade civil da outra parte com base na boa-fé expressamente negociada e reduzida por escrito no memorando.

Outros dois exemplos de deveres que decorreriam da boa-fé objetiva, mas que costumam ser expressamente contratados pelas partes no negócio jurídico de aquisição de participação societária, são a confidencialidade e a exclusividade. Um exemplo de cláusula negociada nesse sentido, e que costuma aparecer ainda na fase anterior à celebração do contrato definitivo, é a seguinte: “As Partes concordam em tratar como confidenciais todos os dados, relatórios, análises, estudos, previsões, materiais e/ou outras informações (escritas, orais ou eletrônicas) que, relacionadas à operação ou a este memorando, contenham ou reflitam informações relacionadas às partes, seus clientes, fornecedores, representantes ou quaisquer de seus processos, procedimentos, segredos comerciais, know-how, tecnologia e propriedade intelectual, conforme aplicável (“Informações Confidenciais”). Caso a operação não seja consumada, as Partes deverão devolver imediatamente todas as Informações Confidenciais pertencentes à outra parte.

O mesmo pode ser dito em relação à exclusividade, que costuma ser um ponto sensível para o comprador e cuja existência no documento preliminar é quase certa. Assim, a quebra da exclusividade geraria a responsabilidade civil da parte infratora por força da cláusula que restou expressamente negociada, de modo que a violação ao dever geral de boa-fé teria um caráter secundário.

Um exemplo de cláusula de exclusividade que, uma vez violada, implicaria na responsabilização da parte infratora (neste caso, o vendedor) é a seguinte: “As Partes comprometem-se a, a partir dessa data e durante a vigência deste memorando, negociar de boa-fé visando à celebração dos documentos definitivos. O sócio reconhece que o investidor investirá recursos próprios na avaliação da operação. Em decorrência disto, o sócio deverá conceder ao investidor a exclusividade na realização da operação, pelo prazo de vigência deste memorando, de modo que o sócio não poderá praticar quaisquer dos seguintes atos durante tal prazo: (i) celebrar qualquer outro compromisso ou contrato que envolva a operação ou que esteja de qualquer forma relacionado à operação; (ii) manter qualquer conversa, negociação ou discussão que envolva a operação; ou (iii) buscar novos investidores, ou ainda vender e/ou transferir as ações que detém na sociedade.

A quantificação do dano decorrente da violação aos deveres de exclusividade e confidencialidade é por vezes problemática, pelo que, normalmente, essas cláusulas costumam ser acompanhadas de uma cláusula penal de pré-liquidação dos danos. É relativamente fácil, contudo, concluir que a violação a esses deveres se resolve em indenização, e não no dever das partes de concluírem o contrato definitivo, principalmente porque os seus efeitos costumam estar previstos pelas partes no documento preliminar.

Existem outros conjuntos de deveres que não são contratados expressamente pelas partes, mas que incidem por força do princípio da boa-fé e que podem ter diferentes intensidades ao longo das negociações. Alguns dos deveres que podem vincular as partes no momento anterior à celebração do contrato definitivo são os de informação, confidencialidade, proteção, integridade (ao patrimônio ou à própria pessoa do contratante), proteção e não retratação, ou seja, de efetivamente concluir o negócio. Com relação a esse último, em um dado momento da negociação, pode-se criar em uma das partes a confiança de que aquela operação irá se concretizar. Se, quando a confiança já tiver sido gerada, houver a ruptura injustificada das tratativas, a parte que o tiver feito terá violado o dever de confiança decorrente da boa-fé. O princípio da confiança, portanto, também é invocado pelos juízes para decidir pela responsabilização da parte que encerra precocemente as negociações.

4.4.2. Confiança e lealdade

O princípio da confiança goza de extrema relevância nas relações privadas, em especial na seara dos contratos empresariais e de execução diferida. Quanto maior é o grau de confiança que as partes possuem em relação ao comportamento uma da outra, menores serão os custos de transação incorridos por ambas para viabilizar determinada operação econômica. Os altos custos, que já são inerentes a uma operação de M&A, podem assumir proporções ainda mais elevadas caso as partes precisem adotar um nível extra de cuidado para se resguardar do comportamento desleal da parte contrária.

Para que as relações no mercado funcionem com fluidez, as partes precisam confiar no comportamento das outras, ou seja, é desejável que elas possam esperar a adoção de determinadas condutas por seus parceiros comerciais. A confiança pode ser definida como “um determinado nível de probabilidade subjetiva com a qual um agente avalia que um outro agente ou grupos de agentes praticarão uma determinada ação¹⁷⁸”.

¹⁷⁸ FORGIONI, Paula A. *Contratos empresariais: teoria geral e aplicação*. 4ª ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019, p. 135.

Quando se tem previsibilidade sobre o comportamento do outro, o grau de segurança aumenta e a necessidade de incorrer em gastos durante a negociação diminui. A importância do comportamento previsível é essencial para o convívio em sociedade¹⁷⁹, sendo abordada, inclusive, sob uma perspectiva filosófica¹⁸⁰:

As pessoas que vivem sob o mesmo código são consideradas previsíveis umas para as outras. Agem de forma a manter as expectativas e os desejos uns dos outros. Elas podem cooperar. Podem até competir pacificamente, pois todos sabem o que esperar dos outros. Um sistema de crenças compartilhadas, parcialmente psicológico, parcialmente atuante, facilita tudo para todos – a seus próprios olhos e aos dos outros. AS crenças compartilhadas simplificam o mundo, também, porque as pessoas sabem o que esperar dos outros e podem agir juntas para domá-lo. Talvez não haja nada mais importante do que a manutenção dessa organização – dessa simplificação. Se ela for ameaçada, o grande navio do estado balançará.

A confiança também é comumente invocada pelos economistas, visto ser uma forma de diminuir os custos de transação inerentes a todas as relações econômicas. O economista norte-americano Oliver E. Williamson discorre sobre esse fenômeno como uma subclasse das situações de risco, no âmbito das quais o risco assumido por uma das partes está sujeito à conduta de outro agente. Ao citar outros trabalhos sobre o mesmo assunto, Williamson recorre à definição mais aceita de “confiança”, dizendo se tratar de uma probabilidade a nível subjetivo da qual o agente parte para assumir que o seu parceiro comercial irá se comportar de determinada maneira. Dizer que uma pessoa é confiável significa que a probabilidade de ela se comportar de modo a trazer um benefício ou, ao menos, não prejudicar a outra pessoa é alta o suficiente para que esta voluntariamente considere se engajar em determinada relação com aquela¹⁸¹.

Williamson também resume algumas conclusões de outros trabalhos que são importantes para a compreensão do fenômeno da confiança: (i) para que ela exsurja, são

¹⁷⁹ Mesmo de uma perspectiva antropológica, “[o] comércio não pode existir sem confiança.” (HARARI, Yuval Noah. *Sapiens: uma breve história da humanidade*. Porto Alegre: L&PM, 2015 [e-book], Parte 1: A Revolução Cognitiva, Item 2: A Árvore do Conhecimento, Subitem: Superando o Genoma).

¹⁸⁰ PETERSON, Jordan B. *12 regras para a vida: um antídoto para o caos*. Rio de Janeiro: Alta Books, 2018, p. xxxi.

¹⁸¹ No original: “This theme is repeated throughout the influential seminar series organized by Gambetta and published under the title *Trust: Making and Breaking Cooperative Relations*. That volume closes with the following unifying observation: ‘[T]here is a degree of convergence in the definition of trust which can be summarized as follows: trust is a particular level of subjective probability with which an agent assesses that other agent or group of agents will perform a particular action. When we say we trust someone or that someone is trustworthy, we implicitly mean that the probability that he will perform an action that is beneficial or at least not detrimental to us is high enough for us to consider engaging in some form of cooperation with him’.” (WILLIAMSON, Oliver E. *Calculativeness, Trust, and Economic Organization*. In: *Journal of Law & Economics*, vol. XXXVI. Universidade de Chicago, 1993, p.463).

necessários repetidos encontros e certa memória de experiência; (ii) o comportamento honesto implica certo custo; e (iii) está relacionada à boa reputação e esta deve ser adquirida¹⁸². Nos contratos de M&A, as partes costumam envolver-se em longos períodos de negociações, pelo que, conforme já visto, é razoável esperar um aumento da confiança gerada na medida em que essas negociações avançam.

Visto que os contratos de aquisição de participação societária não são celebrados instantaneamente, as partes dispõem de tempo para conhecerem uma à outra e formularem pressupostos sobre o que seriam os comportamentos esperados. Nessa perspectiva, se as partes celebram um documento por escrito que contém as premissas essenciais para a conclusão de determinada operação, e, em paralelo à celebração desse documento, realizam uma série de reuniões a respeito de como pretendem implementar a efetiva transferência da participação acionária, é razoável esperar que essa contratação chegará a bom termo.

Importante ressaltar que o reconhecimento da confiança gerada ao longo das negociações não é elemento suficiente para o reconhecimento da existência de um vínculo jurídico entre as partes, cujo rompimento geraria uma responsabilidade da parte que opta por fazê-lo. É o que pontua o Desembargador Relator em um dos acórdãos analisados neste trabalho: “Uma hipótese típica da responsabilidade pré-contratual é a da ruptura das negociações. Porém, aqui, a exigência de tutelar a parte desiludida na sua legítima confiança em torno da conclusão do contrato, deve conciliar-se com o princípio pelo qual o vínculo nasce só quando o contrato se forma, enquanto que antes desse momento as partes são livres de procurar melhores ocasiões. (...) O ponto de equilíbrio encontra-se na regra segundo a qual a ruptura das negociações gera responsabilidade apenas quando é injustificada e arbitrária, e não já quando é apoiada numa justa causa que a torne legítimo exercício de uma liberdade econômica, como quando sobrevêm circunstâncias inesperadas que tornam o contrato não mais conveniente, ou a contraparte modifique inopinadamente a sua posição, pretendendo impor condições mais gravosas. Em presença dessas circunstâncias, não se pode, de fato, dizer que a parte que desiste (...) se comporta de modo incorreto e viole o dever de boa-fé.

Em uma operação de M&A, a fase de negociações preliminares não segue uma “receita de bolo”, podendo iniciar com a proposta contratual de uma das partes – geralmente o potencial compradora – e prosseguir com sucessivas contrapropostas até que ambas as partes aceitem todos os pontos propostos uma pela outra, ou pelo menos aqueles considerados “essenciais” para a implementação da operação pretendida. É essa a problemática que se pretende enfrentar

¹⁸² FORGIONI, Paula A. *Contratos empresariais: teoria geral e aplicação*. 4ª ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019, p. 135.

neste trabalho, ou seja, não se trata do campo da responsabilidade pré-contratual, mas sim de um ponto das negociações em que as partes já se encontram vinculadas por alguma minuta – seja ela caracterizada como um contrato preliminar ou não. Ao longo deste período, o nível de profundidade das discussões nas quais as partes se engajam irá ditar o grau de confiança depositado na conclusão do negócio¹⁸³.

A confiança liga-se de maneira umbilical à boa-fé objetiva, visto que esta diz respeito à confiança de que o contrato será concluído¹⁸⁴. Nessa perspectiva, as partes estão sujeitas a uma série de deveres de conduta, considerados necessários à luz da boa-fé, dentre eles o dever de informar a parte contrária sobre a ocorrência de eventos com o potencial de perturbar ou até mesmo impedir a prestação objeto da minuta celebrada: “Nesta fase, incumbe à parte que vier a constatar qualquer óbice à conclusão do contrato, no curso das negociações, o dever de comunicar à outra a eventual impossibilidade de sua realização, por forma a evitar não só de trair-lhe as legítimas expectativas, mas também eventuais custos ou despesas para a concretização da operação, ou, ainda, prejuízos de qualquer outra natureza”¹⁸⁵.

Um outro dever de conduta, talvez o mais relevante a ser observado por ambas as partes, é o dever de lealdade. Com base nele, as partes se sentem seguras para prever que a parte contrária se comportará de determinada maneira. Nesse sentido pontua o Desembargador Relator de um dos casos julgados no Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo¹⁸⁶: “Só a partir de uma permanente lealdade na conduta é que os interessados em contratar podem manter vivo o interesse nas negociações, ao longo de todo o processo da formação do contrato. É esta uma fase de extrema vulnerabilidade para que por ela passe incólume o dever de lealdade, já que os interessados, não obstante o objetivo comum de celebrar o contrato, têm interesses contrapostos, precisamente nesta fase, por vezes longa, das negociações, procurando cada um o máximo das vantagens na economia do contrato”.

No entanto, conforme já visto, a natureza e a intensidade desses deveres varia conforme o estágio das negociações. Também depende dele a definição de como responsabilizar a parte

¹⁸³ Nesse mesmo sentido, no âmbito das relações interempresariais, pontua a Profª. Paula Forgioni: “Ao contratar, uma parte tem a legítima expectativa de que a compra comportar-se-á de determinada forma, daquela maneira anônima e repetida a que fizemos referência. Ambos os empresários planejam sua jogada e esperam que o outro aja de acordo com esse padrão “de mercado”. Não é desejável que seja dada ao contrato interpretação diversa daquela que pressupõe o comportamento normalmente adotado (usos e costumes). Isso levaria ao sacrifício da segurança e da previsibilidade jurídicas”. (FORGIONI, Paula A. *Contratos empresariais: teoria geral e aplicação*. 4ª ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019, p. 119-120).

¹⁸⁴ Nesse sentido, lembra Antonio Carvalho Santos que “em qualquer circunstância, certo é que não basta uma confiança que se configure como um simples estado psicológico ou convicção, com puras raízes subjetivas”. (SANTOS, Augusto Carvalho. *Responsabilidade pré-contratual*. Coimbra: Coimbra Editora, 2002, p. 79).

¹⁸⁵ PRATA, Ana. Notas sobre *responsabilidade pré-contratual*. 1ª ed. São Paulo: Almedina, 2002, p. 49.

¹⁸⁶ Apelação Cível nº 1042835-50.2018.8.26.0100.

infratora, caso seja reconhecida a existência do denominado contrato preliminar. Passa-se à análise das possíveis hipóteses de responsabilização, à luz dos balizadores ora estudados e que podem auxiliar na determinação da força vinculativa do documento celebrado pelas partes.

5. HIPÓTESES DE RESPONSABILIZAÇÃO E BALIZADORES ESPECÍFICOS PARA DETERMINAR A FORÇA VINCULANTE DO DOCUMENTO PRELIMINAR

Como visto em várias oportunidades ao longo deste trabalho, os contratos de compra e venda de participação societária não são firmados instantaneamente, havendo o período por vezes bastante extenso de “tratativas”. Até que se atinja o objetivo comum das partes, consubstanciado na contratação, com efetiva transferência das ações e pagamento do preço, esse período das tratativas é marcado por diferentes graus de vinculação, a depender do estágio de negociação. Quanto mais próximo as partes se encontram da conclusão efetiva do negócio, o grau de vinculação vai aumentando em relação àquele que vigorava no começo.

A celebração de uma minuta, ainda que em caráter preliminar, é um dos marcos por meio dos quais as partes assumem um grau mais elevado de vinculação. Isso porque, antes da assinatura de um instrumento contratual, as partes se encontram vinculadas por uma relação fundada, principalmente, na confiança de que haverá prestação de informações adequadas, respeito às informações prestadas parte a parte, confidencialidade e segurança de que aquelas tratativas, se tudo correr conforme o esperado, serão convertidas na conclusão do contrato.

Quando o contrato já se reputa concluído, essa confiança em grau mais abstrato é substituída pela obrigação que vincula as partes ao cumprimento daquele contrato (isto é, assumindo que referido contrato contenha todos os elementos necessários à efetivação do negócio). Nesse estágio, embora a confiança continue sendo um elemento importante, ela deixa de ser a ponte imediata das obrigações, que passa a ser as disposições contratuais expressamente contratadas pelas partes.

Para que as disposições de uma minuta preliminar tenham força vinculativa suficiente a ponto de obrigar as partes a concluírem o contrato definitivo, é preciso analisar com cautela os pontos que constam da minuta e o seu nível de detalhamento. Além disso, as particularidades observadas em cada operação, conforme abordadas no capítulo 2 deste trabalho, servirão de balizadores importantes para os juízes determinarem se, por meio do documento firmado, as partes de fato assumiram um compromisso de concluírem a operação, se a responsabilização é restrita ao dever de indenizar ou, ainda, se nenhum dever foi violado e, portanto, não haveria que se falar em responsabilidade por encerramento das tratativas.

Em linha com a natureza dos deveres violados (se de fato houver alguma violação) e os assuntos abordados no documento preliminar, passemos à análise de cada uma das possíveis hipóteses de responsabilização a fim de identificar os pontos cruciais para a sua eventual caracterização nos casos concretos.

5.1. Dever de indenizar a outra parte

O pedido de indenização é o mais comum nas demandas dessa natureza. Quando as partes se engajam em discussões para realizar determinada operação de M&A, mas uma delas opta por encerrar as tratativas, a parte contrária tentará demonstrar que referido encerramento ocorreu de maneira abrupta e injustificada, razão pela qual seria devida uma indenização¹⁸⁷. A indenização pode ser concebida com base nas seguintes espécies de dano, reconhecidas pelo nosso ordenamento: (a) dano patrimonial, com a subdivisão entre danos emergentes e lucros cessantes¹⁸⁸; e (b) dano moral.

O dano patrimonial está associado à ideia de violação ao conceito de patrimônio. Para Maria Helena Diniz¹⁸⁹, patrimônio pode ser entendido como “uma universalidade jurídica constituída pelo conjunto de bens de uma pessoa”. No âmbito da violação ao patrimônio de outrem, é possível falar em dano emergente como sendo aquilo que a parte lesada efetivamente perdeu, ou seja, o dano após o qual a parte experimenta uma efetiva diminuição do seu patrimônio quando comparado ao que possuía inicialmente. Conforme conceituação da doutrina¹⁹⁰:

O dano emergente, também chamado positivo, este, sim, importa efetiva e imediata diminuição no patrimônio da vítima em razão do ato ilícito. [...] A mensuração do dano emergente, como se vê, não enseja maiores dificuldades. Via de regra, importará no desfalque sofrido pelo patrimônio da vítima; será a diferença do valor do bem jurídico entre aquele que ele tinha antes e depois do ato ilícito. Assim, valendo-se de um exemplo singelo, num acidente de veículo com perda total, o dano emergente será o integral valor do veículo. Mas, tratando-se de perda parcial, o dano emergente será o valor do conserto,

¹⁸⁷ Código Civil, art. 927. Aquele que, por ato ilícito (arts. 186 e 187), causar dano a outrem, fica obrigado a repará-lo. Por sua vez, os arts. 186 e 187:

“Art. 186. Aquele que, por ação ou omissão voluntária, negligência ou imprudência, violar direito e causar dano a outrem, ainda que exclusivamente moral, comete ato ilícito”.

Art. 187. Também comete ato ilícito o titular de um direito que, ao exercê-lo, excede manifestamente os limites impostos pelo seu fim econômico ou social, pela boa-fé ou pelos bons costumes”.

¹⁸⁸ Código Civil, art. 402. Salvo as exceções expressamente previstas em lei, as perdas e danos devidas ao credor abrangem, além do que ele efetivamente perdeu, o que razoavelmente deixou de lucrar.

¹⁸⁹ DINIZ, Maria Helena. *Curso de direito civil brasileiro, volume 7: responsabilidade civil*. 25ª ed. São Paulo: Saraiva, 2011. p. 84.

¹⁹⁰ CAVALIERI FILHO, Sergio. *Programa de responsabilidade civil*. 12ª ed. São Paulo: Atlas, 2015, p. 103.

e assim por diante. Dano emergente é tudo aquilo que se perdeu, sendo certo que a indenização haverá de ser suficiente para a restitutio in integrum.

Nas operações de M&A, antes de mesmo de as partes concluírem o contrato, é comum que ambas incorram em uma série de gastos para viabilizar a implementação da operação nos moldes pretendidos. Geralmente, cabe ao comprador impor uma série de condições que precisam ser cumpridas pelo vendedor para que o ativo ou participação societária esteja em boa forma no momento da transferência. Essas condições costumam constar na minuta do contrato definitivo, mas algumas delas já são endereçadas pelas partes no âmbito de um documento preliminar e nada impede que elas iniciem a tomada de providências ainda na fase de tratativas, visando deixar o mínimo possível de pontos em aberto com potencial para obstruir o fechamento.

Uma das cláusulas mais comuns dos documentos iniciais é a prerrogativa do potencial comprador de realizar uma auditoria completa na sociedade alvo, abrangendo aspectos relevantes de seus negócios, inclusive os aspectos técnicos, operacionais, administrativos, societários, trabalhistas, previdenciários, cíveis, ambientais, financeiros e contábeis, podendo incluir a auditoria das demonstrações financeiras e procedimentos contábeis adotados pela sociedade. Nessa mesma linha, o documento costuma prever que, imediatamente após a aceitação da proposta pelo vendedor, este deverá fazer com que a sociedade disponibilize ao potencial comprador a documentação e as informações requisitadas no âmbito da auditoria.

Para atender às solicitações do potencial comprador relacionadas ao andamento da auditoria, o vendedor não raro precisa mobilizar alguns esforços que envolvem o dispêndio de recursos financeiros relevantes, dentre eles a contratação de assessores especializados – jurídicos e financeiros – que auxiliem o vendedor na condução deste processo. Se o vendedor conseguir comprovar que tais despesas foram incorridas única e exclusivamente visando à efetivação da operação, e que o potencial comprador lhe gerou a legítima expectativa de que a operação seria concluída, parece razoável que o vendedor seja indenizado pelas despesas contratadas a esse título.

Nesse ponto, o valor e a complexidade da operação tornam-se elementos importantes para facilitar a análise pelo juiz sobre os custos comprovadamente incorridos pelas partes e o reconhecimento de que tais custos devem ser reembolsados. É o que se observa do trecho do julgado abaixo¹⁹¹, no âmbito do qual restou configurada a existência de um dano material, sem

¹⁹¹ Apelação Cível nº 0075264-45.2005.8.19.0001.

que as partes tenham necessariamente firmado um contrato formal com todos os termos da operação:

Também é certo, como já dito, que as rés e a SIG não formalizaram qualquer contrato, seja, de sociedade de direito ou de fato, seja de construção ou de incorporação. (...) Porém é indubitoso que na fase preliminar das negociações, a SIG e as empresas rés, através de seus respectivos representantes, se reuniram em diversas oportunidades, fizeram trocas de diversos e-mails, tendo a SIG, inclusive, apresentado às rés o ESTUDO DE VIABILIDADE ECONÔMICA (fls. 61/88), participou do *Instrumento de Confissão de Dívidas*, como avalista (fls. 116/120), tendo assumido diversas despesas em prol dessa parceria, evidentemente com a expectativa de vir a participar, em parceria com as rés, no empreendimento imobiliário. Nessa linha, entendo que tais despesas comprovadamente assumidas pela SIG autorizam a condenação das rés a reembolsá-las com base na responsabilidade pré-contratual.

Pelo trecho acima, observa-se que o comportamento adotado pelas partes ao longo do período de tratativas foi determinante para o reconhecimento do direito à indenização pelos danos materiais, somente no que tange às despesas comprovadamente incorridas. Tendo elas realizado uma série de reuniões e trocas de mensagens sobre a operação pretendida, o dever de indenizar restou configurado independentemente da celebração de um documento preliminar contendo os principais termos da operação.

Assim, a celebração de uma minuta torna-se relevante, inclusive, para afastar o dever de indenizar a título de danos materiais caso uma das cláusulas disponha expressamente sobre a responsabilidade pelo pagamento das despesas incorridas na fase das tratativas. É comum que um documento dessa natureza preveja, por exemplo, que cada uma das partes arcará com os seus respectivos custos incorridos na fase de negociação e implementação da operação, incluindo a formalização do contrato definitivo. Se assim for feito, o pleito de indenização pelos danos materiais perderá bastante força frente ao que restou expressamente negociado pelas partes.

Para além das despesas comprovadamente incorridas, a parte que se sentiu lesada pode requerer indenização por lucros cessantes, ou seja, pelos valores que receberia caso a operação fosse implementada. Ao contrário do dano emergente, que atinge o patrimônio da parte lesada instantânea e simultaneamente à ocorrência do comportamento delituoso, o lucro cessante causará danos futuros no patrimônio da pessoa que se sentiu violada. Trata-se, portanto, de um dano aferível pelo acréscimo patrimonial que a outra parte experimentaria caso o ato ilícito não tivesse ocorrido. É ver:

O ato ilícito pode produzir não apenas efeitos diretos e imediatos no patrimônio da vítima (dano emergente), mas também mediatos ou futuros, reduzindo ganhos, impedindo lucros, e assim por diante. Aí teremos o lucro cessante. É a consequência futura de um fato já ocorrido. O médico ou advogado que, em razão de um acidente, fica impossibilitado para o trabalho por vários meses, deve ser indenizado pelo que deixou de ganhar durante esse período. Na trilha de Antônio Lindbergh Montenegro, que, por sua vez, se funda em Adriano De Cupis, pode-se dizer que, se o objeto do dano é um bem ou interesse já existente, estaremos em face do dano emergente; tratando-se de bem ou interesse futuro, ainda não pertencente ao lesado, estaremos diante do lucro cessante. Consiste, portanto, o lucro cessante na perda do ganho esperável, na frustração da expectativa de lucro, na diminuição potencial do patrimônio da vítima.

Nas operações de M&A, é bastante desafiadora a tarefa de quantificar os lucros que uma parte teria auferido se tivesse se engajado em um negócio com determinado parceiro comercial. Em especial considerando a dinamicidade das relações de mercado¹⁹², os ganhos advindos de uma associação empresarial dependerão de uma série de fatores que fogem ao controle das partes envolvidas na operação, sujeitando-se, por exemplo, às oscilações macroeconômicas e ao feedback dos consumidores com relação ao produto ou serviço que está sendo oferecido no mercado.

Sendo assim, a indenização por esse tipo de ganho (que é esperado, e não obtido, na data de formulação do pleito) só se justifica em situações especialíssimas e precisa estar ancorada nos usos e costumes de mercado, bem como na justificação concreta e objetiva de quais seriam os lucros razoavelmente perdidos¹⁹³. É ver o que a jurisprudência já decidiu a respeito desse tema¹⁹⁴:

A condenação em lucros cessantes pressupõe a existência de previsão objetiva de ganhos na data do inadimplemento da obrigação pelo devedor. Vale dizer: é preciso que, na data do inadimplemento, o credor já tivesse previsão razoável e objetiva de lucro. Para tanto, haveria de partir de parâmetro anterior e concreto capaz de servir como termo de comparação na avaliação do lucro potencial.

Os lucros cessantes só compõem as perdas e danos quando resultarem direta e indiretamente do inadimplemento. Por isso, não se consideram lucros cessantes ganhos imaginários resultantes da atividade empresarial abortada. A falta de tais ganhos não seria efeito direto e imediato do adimplemento da

¹⁹² Orlando Gomes, ao tratar das transformações no Direito das Obrigações, já alertava sobre os “princípios, conceitos e noções que se esvaziam, retraem ou desabam diante das novas necessidades econômicas e sociais e da mudança do modo de encarar a atividade social”. (GOMES, Orlando. *Transformações gerais do direito das obrigações*. 2ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1980, p. 8).

¹⁹³ Nesse sentido dispõe o art. 403 do Código Civil. Ainda que a inexecução resulte de dolo do devedor, as perdas e danos só incluem os prejuízos efetivos e os lucros cessantes por efeito dela direto e imediato, sem prejuízo do disposto na lei processual.

¹⁹⁴ REsp 846.455/MS, Rel. Ministro CASTRO FILHO, Rel. Ministro SIDNEI BENETI, TERCEIRA TURMA, julgado em 10/03/2009, DJe 22/04/2009.

obrigação do devedor. Por isso, as perdas e danos restringem-se ao dano emergente.

No caso, em síntese, os lucros cessantes teriam resultado de se haver frustrado – por culpa do réu – a implantação de complexo agro-industrial.

Não são, pois, devidos. É o que, no rumo do que foi decidido no REsp 250.046/PARGENDLER, não se consideram lucros provisões baseadas em suposta rentabilidade de atividade empresarial jamais iniciada.

Na compra e venda de participação acionária, comprador e vendedor têm o objetivo comum de implementar uma parceria, ou, em se tratando de uma aquisição da totalidade da sociedade alvo, o comprador visa expandir suas atividades em determinado segmento ou iniciar novas frentes de atuação. Essas iniciativas podem render bons frutos ou não. Ao darem início às tratativas para consumir uma parceria, as partes não conseguem prever os resultados futuros no momento em que se vinculam ao instrumento contratual. Segundo a Prof^a. Paula Forgioni¹⁹⁵, “As empresas ‘não são capazes de prever todos os eventos futuros que poderão se verificar no curso da relação, não são capazes de adquirir e processar todas as informações relevantes para delinear planos de ação adequados, não são capazes de descrever em um contrato todas as possíveis eventualidades de forma clara e não ambígua’”.

Desse modo, dadas as particularidades de uma operação interempresarial, parece pouco provável que uma das partes logre êxito no pedido de indenização por lucros cessantes caso o negócio seja rompido em momento anterior à celebração do contrato definitivo, ainda que já tenha havido a celebração de uma minuta preliminar. No contrato de compra e venda, é comum que se preveja o direito à indenização (geralmente em benefício do comprador) pelos lucros cessantes, mas, ainda assim, trata-se de uma disposição difícil de emplacar perante a parte contrária.

Por fim, a última espécie de dano pela qual se pleiteia indenização é a de caráter moral. Ela representa a violação a um dos direitos de personalidade previstos no art. 11 do Código Civil¹⁹⁶, como, por exemplo, a violação à imagem, à honra e à boa fama.

Conforme Súmula nº 227 do Superior Tribunal de Justiça, não se desconhece a possibilidade de configuração de dano moral pela ofensa a uma pessoa jurídica. No entanto, para reconhecimento dessa espécie de dano, a pessoa jurídica precisa demonstrar lesão à sua honra objetiva, ou seja, aquela vinculada a questões patrimoniais, como a diminuição nas

¹⁹⁵ FORGIONI, Paula A. *Contratos empresariais: teoria geral e aplicação*. 4ª ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019, p. 154.

¹⁹⁶ Com exceção dos casos previstos em lei, os direitos da personalidade são intransmissíveis e irrenunciáveis, não podendo o seu exercício sofrer limitação voluntária.

vendas, perda de credibilidade no mercado e queda expressiva no valor das ações¹⁹⁷. Segundo Silvio de Salvo Venosa¹⁹⁸:

A pessoa jurídica, entidade moral criada pela vontade do homem, desempenha inúmeras atividades e funções da pessoa natural. Embora não possa ser atingida na sua honra subjetiva, há agressões morais de cunho objetivo que atingem, sem dúvida, as entidades. No entanto, as repercussões serão sempre financeiras. Adiantando-se um pouco no curso de nossa investigação, é importante mencionar a esta altura que o art. 52 do novel estatuto civil menciona: “aplica-se às pessoas jurídicas, no que couber, a proteção dos direitos da personalidade.

Dentre os possíveis deveres assumidos pelas partes em uma operação de M&A e cuja violação pode acarretar mais facilmente a ocorrência do dano moral, vale citar aqueles relacionados à confidencialidade e exclusividade. Independentemente da celebração de uma minuta preliminar, é possível construir, com base nos usos e costumes do mercado, o raciocínio de que as negociações havidas entre as partes e a troca de documentos sensíveis não devem ser divulgadas a terceiros.

Contudo, com relação à exclusividade, é preciso que o documento preliminar descreva expressa e detalhadamente a obrigação das partes de não se engajarem em negociações com terceiros, visto que a regra predominante no mercado é a liberdade de associar-se com qualquer um, a qualquer tempo e sob quaisquer circunstâncias, desde que estas não firam os princípios gerais de observância obrigatória. Nesse sentido, se a minuta preliminar contiver detalhamento sobre a realização de determinada parceria e uma das partes for preterida ao longo da negociação, é possível o reconhecimento da existência de dano moral. Nesse mesmo sentido já decidiu a jurisprudência¹⁹⁹:

No caso concreto, há peculiaridades, notadamente, o aparente contrato de participação no empreendimento, que culminou na preterição do autor contratado quando da realização da obra, que permitem a indenização por dano extrapatrimonial. Os danos impostos ao autor ultrapassam, em muito, o simples aborrecimento que decorre do descumprimento contratual, uma vez que a interrupção injustificada do serviço macula a imagem da sociedade empresária perante seus clientes e fornecedores, pois acarreta dúvidas quanto à capacidade de atender as

¹⁹⁷ “Existem essencialmente dois tipos de danos que podem ser provocados na esfera jurídica dos acionistas, ambos de cariz patrimonial, a saber: a lesão dos direitos sociais dos acionistas e a extinção ou diminuição do valor (de mercado) das ações”. (NUNES, Pedro Caetano. *Responsabilidade Civil dos Administradores perante os Accionistas*. Coimbra: Almedina, 2001, p. 38).

¹⁹⁸ VENOSA, Silvio de Salvo. *Direito Civil: Parte Geral*. 17ª ed. São Paulo: Atlas, 2017. Paginação irregular.

¹⁹⁹ Apelação Cível nº 0075264-45.2005.8.19.0001.

demandas e cumprir contratos. Nesta medida, há dano na esfera moral do autor.

Feitas as considerações necessárias ao reconhecimento do dever de indenizar, passa-se a uma outra hipótese de responsabilização, de natureza ainda mais interventiva. A caracterização dessa hipótese dependerá fortemente não só do que consta da minuta preliminar, caso celebrada, mas também da conduta das partes reiteradamente manifestada ao longo da fase de tratativas.

5.2. Execução específica com a assinatura do contrato definitivo de compra e venda de ações

Essa hipótese é reconhecida pelo nosso ordenamento tendo em vista o disposto no art. 463 do Código Civil²⁰⁰: “Concluído o contrato preliminar, com observância do disposto no artigo antecedente, e desde que dele não conste cláusula de arrependimento, qualquer das partes terá o direito de exigir a celebração do definitivo, assinando prazo à outra para que o efetive”. Assim, para que se proceda à execução específica da obrigação, é preciso que a minuta celebrada pelas partes seja caracterizada como um contrato preliminar.

Nas operações de M&A, não há como definir de antemão quais são os elementos essenciais do negócio e que, portanto, precisariam constar da minuta para que a ela se atribua a característica de um contrato preliminar. É possível, em alguns casos, reconhecer a existência de acordo entre as partes sobre consentimento, coisa e preço (ainda que determinável); se a minuta não contiver reserva específica sobre os denominados elementos acidentais e a necessidade de se chegar a um consenso em relação a eles, os juízes podem entender pela existência do contrato preliminar e, portanto, a possibilidade de uma das partes requerer a sua execução específica. É o que restou decidido em 2ª instância no âmbito do “Caso Disco”, conforme se pode verificar do trecho abaixo:

É verdade que, em certas cláusulas, está previsto um ‘acerto’ futuro e por isso se pretendeu que não há nenhum contrato. Mas o contrato se aperfeiçoa desde que haja o consenso relativamente aos elementos essenciais (*essentialia negotii*). Os elementos essenciais ou “*essentialia negotii*” formam um núcleo fundamental do contrato. São indispensáveis. Está neles a essência do acordo. (...) Esse acordo, e não aquele “acerto” que é fundamental, o suficiente. Não

²⁰⁰ Nesse mesmo sentido é o art. 497 do Código de Processo Civil (Lei nº 13.105/2015): “Na ação que tenha por objeto a prestação de fazer ou de não fazer, o juiz, se procedente o pedido, concederá a tutela específica ou determinará providências que assegurem a obtenção de tutela pelo resultado prático equivalente”.

se pode assim pretender que a eventual falta de acordo sobre os elementos acessórios do contrato, ao qual ulteriormente se chegaria, signifique que não tenha havido acordo acerca dos elementos essenciais.

Em verdade, havendo o consenso relativamente aos elementos essenciais do contrato, considerando o seu tipo, o contrato se reputará formado, nada obstando a circunstância de faltar acordo acerca de elementos acessórios, bastando que sejam estes ulteriormente determináveis.

Esse tipo de interpretação parte do pressuposto de que as partes não subordinaram a eficácia do consenso à ultimação do acordo sobre pontos não essenciais, os quais seriam suscetíveis de determinação mediante técnicas de integração contratual. Algumas delas dependeriam da intervenção de terceiros, como, por exemplo, o cálculo do preço a ser pago pela aquisição da participação societária quando a minuta preliminar contiver apenas as métricas necessárias à sua apuração. Outras, por sua vez, poderiam ser supridas por meio da interpretação segundo os usos e costumes de mercado, ou até mesmo mediante arbitramento do juiz que interpretar o caso.

Independentemente do uso de possíveis técnicas integrativas, não há dúvidas de que a minuta preliminar precisa se ocupar detalhadamente daqueles que constituem os elementos essenciais de toda e qualquer compra e venda, a saber, a coisa, o preço e o consentimento necessário à consecução do negócio. A depender de como tais elementos estejam redigidos na minuta, a sua força vinculativa será tão maior quanto mais as partes derem a entender que o documento não carece de qualquer complementação posterior.

Por isso é de extrema relevância que a minuta preliminar aborde de maneira clara os pontos que ainda carecem de negociação posterior, uma vez que o seu conteúdo poderá prevalecer frente ao argumento genérico de que uma das partes teria agido de má-fé ao optar pelo encerramento supostamente abrupto e injustificado da potencial operação. Nesse sentido, o direito à execução específica do contrato será tanto menor quanto mais detalhada for a minuta em relação à subordinação dos seus efeitos à celebração de um contrato definitivo.

6. CONCLUSÕES

Como visto ao longo deste trabalho, não há como formular conclusões apriorísticas e absolutas sobre o tema, visto ser imprescindível adentrar as nuances do caso concreto antes de decidir pela caracterização do contrato preliminar e, portanto, da eventual obrigação assumida pelas partes em seguirem com o fechamento da operação. Não obstante, algumas conclusões

importantes podem ser extraídas dos tópicos abordados no presente trabalho, as quais se encontram sumarizadas a seguir:

1. Ao iniciarem as negociações visando a concretização de uma potencial operação de M&A, comprador e vendedor usualmente recorrem à celebração de um pré-contrato, o qual visa mitigar o cenário de incertezas inerente ao período que antecede a celebração do contrato definitivo. Referido instrumento pode assumir as mais diversas formas jurídicas, sendo as mais comuns o acordo de confidencialidade, a carta de intenção, o *term sheet* e o memorando de entendimentos. O que realmente importa para a discussão abordada neste trabalho, portanto, não é a caracterização do instrumento celebrado como preliminar ou definitivo, mas sim a existência, no documento, dos elementos necessários e suficientes à formação do vínculo contratual.

2. Dentre os instrumentos que podem ser celebrados na fase pré-contratual, o memorando de entendimentos (MoU) é um dos mais utilizados por assumir uma característica de documento bilateral, ou seja, é por meio dele que as partes pactuam por escrito os principais termos e condições necessários à implementação da operação. É mais frequente, portanto, que o contrato preliminar – caso existente – seja estruturado sob a forma de um MoU, o qual precisa conter todos os elementos considerados imprescindíveis à consecução do negócio.

3. Os contratos de operação de compra e venda de participação acionária não são celebrados instantaneamente. Por esse motivo, é comum que exista um período no qual as partes já iniciaram as negociações, mas ainda não definiram por completo os pontos que constarão do contrato definitivo. Se for esse o caso, o reconhecimento da eventual existência de um contrato dependerá não só do que constou expressamente da minuta, mas também do quão avançadas estiverem as negociações no momento de ruptura.

4. Analisar as particularidades de cada operação é essencial para determinar se as partes estão obrigadas a seguirem com a celebração do contrato definitivo desde o momento em que celebraram uma minuta preliminar. Nas operações de maior envergadura em que as sociedades alvo possuem uma atuação mais diversificada, por exemplo, o comprador costuma exigir um volume maior de condições sem as quais não está disposto a adquirir a participação societária, pelo que, se as partes não tiverem chegado a um consenso com relação a como endereçar tais condições, o pleito de caracterização do contrato resta enfraquecido. Por outro

lado, o período que antecede a celebração do contrato definitivo tende a ser mais longo quanto maior for o investimento do potencial comprador, favorecendo o argumento de que o tempo despendido nas negociações foi mais que suficiente para gerar nas partes a confiança de que a operação chegaria a bom termo.

5. Sob uma perspectiva doutrinária da questão, é possível recorrer a três correntes interpretativas que ditarão a caracterização do documento firmado como mera minuta ou contrato preliminar: uma menos interventiva, segundo a qual o contrato só se reputa celebrado após o acordo sobre todos os seus pontos; uma intermediária, por meio da qual o contrato se perfaz com a concordância, apenas, sobre os seus elementos essenciais, salvo se as partes tenham reservado os elementos acidentais para tratativas futuras; e uma mais interventiva, que reconhece a figura do contrato preliminar se as partes chegarem a um consenso sobre os pontos essenciais da negociação. Cada uma delas apresenta problemas práticos de adequação à realidade dos contratos de M&A: a primeira ignora a importância da distinção entre os elementos essenciais e acidentais da operação, a segunda não especifica a forma com que os elementos acidentais precisam constar da minuta para que se afaste a caracterização do contrato definitivo, e a terceira aparenta ir de encontro à principiologia da Lei de Liberdade Econômica segundo a qual, nas relações contratuais privadas, prevalecerá o princípio da intervenção mínima.

6. Um dos precedentes mais importantes sobre a matéria é o que ficou conhecido como “Caso Disco”, julgado em 1979 pelo Supremo Tribunal Federal. Naquela oportunidade, a maioria dos Ministros entendeu que ainda havia questões em aberto a serem decididas pelas partes, de modo que a minuta por elas celebrada não poderia configurar contrato (preliminar ou definitivo) de compra e venda. Esse posicionamento perdeu força após a revogação do art. 191 do Código Comercial, segundo o qual o contrato de compra e venda mercantil seria perfeito e acabado logo que o comprador e o vendedor se acordam na coisa, no preço e nas condições, isto é, nas outras cláusulas do contrato. No ordenamento atual, está em vigor o art. 482 do Código Civil, que não mais condiciona o aperfeiçoamento da compra e venda à necessidade de acordo sobre as “condições” do negócio.

7. Pela análise dos julgados mais recentes, nota-se que os juízes e desembargadores do Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo adotam uma postura menos interventiva, ou seja, contra qualquer intervenção exógena nas negociações havidas entre as partes, tendo em vista

que uma operação de M&A é sempre celebrada por agentes econômicos “ativos e probos” que ponderam todos os riscos possíveis antes de optarem livremente por vincular-se. Lado outro, os juízes e desembargadores do Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro não possuem uma orientação pré-definida, ora decidindo pela impossibilidade de responsabilizar a parte que rompeu as negociações, ora pela presença de elementos que configuram o dever de indenizar a parte que se sentiu lesada.

8. Independentemente do posicionamento adotado, existem alguns princípios aos quais os julgadores comumente recorrem para fundamentar as suas decisões. Ao rechaçarem a ideia da responsabilização, eles consideram que as partes agiram no exercício regular da autonomia privada, que encontra a sua máxima expressão no princípio da liberdade de contratar, abrangendo, inclusive, a ideia da não vinculação. Por seu turno, a ideia de responsabilizar a parte que rescinde o documento preliminar encontra respaldo no art. 422 do Código Civil, o qual submete os contraentes, durante a negociação e conclusão do contrato, à observância mandatória dos princípios da probidade e boa-fé. A boa-fé sujeita às partes ao cumprimento de uma série de deveres gerais de conduta na fase de negociações, uma vez que, ao longo desse período, ambas estarão confiantes de que a contratação chegará a bom termo.

9. A condução das operações de M&A não observa uma “receita de bolo”. Nesse sentido, a natureza e a intensidade dos deveres gerais varia conforme o nível de amadurecimento das negociações no qual as partes se encontram. Também depende dele a definição da melhor forma de responsabilização da parte infratora, caso seja reconhecida a existência do denominado contrato preliminar.

10. A indenização pelos danos sofridos é o pleito mais comumente apresentado pela parte que se viu prejudicada pela ruptura do pré-contrato. Esse pedido possui natureza menos interventiva e as chances de sua caracterização parecem ser tão maiores quanto mais as partes se comportem de modo a diligenciar a ocorrência da operação pretendida. Nesse ponto, caso as partes queiram enfraquecer o pleito de indenização por danos materiais, torna-se extremamente importante que a minuta por elas celebrada preveja que cada uma das partes arcará com os seus respectivos custos incorridos na fase de negociação e implementação da operação.

11. Com relação à indenização pelos lucros cessantes, o reconhecimento pode ocorrer com base nos usos e costumes do mercado e na justificação concreta e objetiva de quais

seriam os lucros razoavelmente perdidos. O dever de indenizar uma das partes (geralmente o comprador) pelos lucros cessantes costuma surgir de maneira expressa apenas no âmbito do contrato definitivo, de modo que a configuração dessa espécie de dano na fase anterior à sua celebração é menos provável.

12. Uma terceira espécie de dano é o de caráter exclusivamente moral, que pode ser sofrido pela pessoa jurídica se houver comprovação de que o ato ilícito acarretou uma violação à sua honra objetiva. Em uma operação de M&A, os deveres relacionados à confidencialidade e exclusividade, caso violados, podem acarretar mais facilmente a ocorrência de um dano moral, sendo que a observância do primeiro pode decorrer dos usos e costumes de mercado, ao passo que o segundo precisa constar expressamente da minuta preliminar para que a parte (geralmente o vendedor) fique obrigada a observá-lo.

13. A última hipótese de responsabilização, de natureza mais interventiva, é a execução específica do contrato preliminar com entrega das ações e pagamento do preço correspondente. A sua configuração só é possível por meio das técnicas de integração contratual, voltadas à complementar aquilo que não restou expressamente pactuado pelas partes. Se a minuta preliminar contiver todas as condições tidas como “essenciais” à consecução do negócio (que podem ser a coisa, o preço e o consentimento), e desde que tais condições estejam redigidas de modo a dar a entender que o documento não carece de qualquer complementação posterior, é possível a interpretação de que as partes podem requerer a execução específica das obrigações contidas na minuta.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

FORGIONI, Paula A. *Contratos empresariais: teoria geral e aplicação*. 4ª ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019.

GRECCO, Renato. *O momento da formação do contrato: das negociações preliminares ao vínculo contratual*. São Paulo: Almedina Brasil, 2019.

FORGIONI, Paula. *Interpretação nos negócios empresariais. Contratos empresariais: fundamentos e princípios dos contratos empresariais*. In: Revista de Direito Mercantil, v. 130.

PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de direito civil*. 20ª ed. Rio de Janeiro, Forense, vol. II, 2007.

TOMASETTI JR., Alcides. *Execução do Contrato Preliminar*. Universidade de São Paulo – Faculdade de Direito. São Paulo, 1982.

GOMES, Orlando. *Contratos*. 26ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009.

AZEVEDO, Antônio Junqueira de. *Negócio jurídico: existência, validade e eficácia*. 4ª ed. São Paulo: Saraiva, 2002.

BENETTI, Giovana. *Dolo no Direito Civil: Uma Análise da Omissão de Informações*. São Paulo: Quartier Latin, 2019.

GREZZANA, Giacomo. *A natureza jurídica da cláusula de declarações e garantias em alienação de participação societária*. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo. São Paulo.

ASCARELLI, Tulio. *Os Contratos de cartel e os limites de sua legitimidade no direito brasileiro*, Ensaios e pareceres.

ALVES, José Carlos Moreira. *Direito romano*, 3. ed., Rio de Janeiro, Forense, 1971, v. 1.

MOTA PINTO, Carlos Alberto da. *Teoria Geral do Direito Civil*, 2ª ed. São Paulo: Forense, 1991.

GUHL, Theo. *Das schweizerische Obligationenrecht*, 5ª ed., § 13, I.

Lehrbuch Des Preussischen Privatrechts Und Der Privatnormen Des Reichs, erster Band, 5ª ed., § 106, 2, Halle, 1894.

MENDONÇA, José Xavier Carvalho de. *Tratado de Direito Comercial Brasileiro*, vol. VI, nº 543, Rio de Janeiro, 1925.

MIRANDA, Pontes de. *Tratado de Direito Privado*, vol. XXXIX, 2ª ed., § 4265, 1.

SANTOS, J.M. de Carvalho. *Código Civil Brasileiro Interpretado*, vol. 16.

CAIRU, Visconde de. *Princípios de direito mercantil e leis de marinha*, v. II.

ALEM, Fabio P. *Contrato Preliminar: níveis de eficácia*. São Paulo: Almedina, 2018.

DE MELO, Diogo Leonardo Machado. Considerações sobre a boa-fé na responsabilidade civil extracontratual. In: ROSENVALD, Nelson; MILAGRES, Marcelo (org.). **Responsabilidade Civil: novas tendências**. São Paulo: Editora Foco, 2018.

BOTREL, Sérgio. *Fusões e aquisições*, 5ª ed. São Paulo: Saraiva, 2017.

GRAU, Eros Roberto. *A ordem econômica na Constituição de 1988*, 20ª ed. São Salvador: Juspodivm, 2023.

FORGIONI, Paula A. *A evolução do direito comercial brasileiro: da mercancia ao mercado*. 4ª ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019.

RIZZARDO, Arnaldo. *Contratos*. 16ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

PETERSON, Jordan B. *12 regras para a vida: um antídoto para o caos*. Rio de Janeiro: Alta Books, 2018.

PRATA, Ana. Notas sobre *responsabilidade pré-contratual*. 1ª ed. São Paulo: Almedina, 2002.

DINIZ, Maria Helena. Curso de direito civil brasileiro, volume 7: responsabilidade civil. 25 ed. São Paulo: Saraiva, 2011.

CAVALIERI FILHO, Sergio. *Programa de responsabilidade civil*. 12ª ed. São Paulo: Atlas, 2015.

VENOSA, Silvio de Salvo. *Direito Civil: Parte Geral*. 17ª ed. São Paulo: Atlas, 2017.

NEGRÃO, Ricardo. *Curso de Direito Comercial e de Empresa: teoria geral da empresa e direito societário*. 16ª ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2020.

NUNES, Pedro Caetano. *Responsabilidade Civil dos Administradores perante os Accionistas*. Coimbra: Almedina, 2001.

CAMILO JUNIOR, Ruy Pereira. *Contrato de Cessão de Quotas Sociais*. In: AZEVEDO, Luís André N. de Moura; CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de (Coord.) **Sociedade Limitada Contemporânea**. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

SCHREIBER, Anderson. *Código Civil comentado: doutrina e jurisprudência*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2021.

TEIXEIRA, Tarcisio. *Direito empresarial sistematizado: doutrina, jurisprudência e prática*. 7ª ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2018.

FIUZA, Cesar. *Direito Civil: curso completo*. 2ª ed. Belo Horizonte: Del Rey, 1999.

MUNIZ, Ian. *Fusões e aquisições: aspectos fiscais e societários*. 2ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

BOTREL, Sérgio. *Fusões e aquisições: aspectos estratégicos – estruturas e aspectos societários – aspectos negociais e contratuais – aspectos fiscais*. São Paulo: Editora Saraiva, 2012.

DE LIMA, Stefan Lourenço. *A cláusula de earn-out nos contratos de fusões e aquisições*. In: PERES, Tatiana Bonatti. **Temas Relevantes de Direito Empresarial**. São Paulo: Lumen Juris, 2014.

GRAVA, J William. *Fusões e Aquisições: motivadores econômicos e estratégicos*. In: Saddi, Jairo (org.). **Fusões e aquisições aspectos jurídicos e econômicos**. São Paulo: Editora IOB-Thomson, 2002.

VENOSA, Silvio de Salvo. *Direito civil: contratos em espécie*. 7ª ed. São Paulo: Editora Atlas, 2007, v. 3.

ALMEIDA, Ricardo José de. *Avaliação e decisões de investimentos*. In: Saddi, Jairo (org.). **Fusões e aquisições: aspectos jurídicos e econômicos**. São Paulo: Editora IOB-Thomson, 2002.

MARTINS-COSTA, Judith. *A boa-fé no direito privado: sistema e tópica no direito obrigacional*. 2ª ed. São Paulo: Ed. RT, 2000.

ROSENVALD, Nelson. *Dignidade humana e boa-fé no Código Civil*. 2ª ed. São Paulo: Editora Saraiva, 2007.

RODRIGUES, Silvio. *Direito civil: dos contratos e das declarações unilaterais de vontade*. 28ª ed. São Paulo: Editora Saraiva, 2002.

ZANETTI, Cristiano de Souza. *Direito contratual contemporâneo: a liberdade contratual e sua fragmentação*. 1ª ed. São Paulo: Editora Método, 2008.

RENTERÍA, Pablo. *Considerações à cerca do atual debate sobre o princípio da função social do contrato*. In: MORAES, Maria Celina Bodin de (coord.). **Princípios do direito civil contemporâneo**. Rio de Janeiro: Renovar, 2006.

THEODORO JR., Humberto. *O contrato e sua função social*. Rio de Janeiro: Forense, 2004.

TEPEDINO, Gustavo. *Notas sobre a incidência da boa-fé objetiva em acordo de acionistas*. In: FILHO, Alberto Venancio; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna (coord.). **Lei das S.A. em seus 40 anos**. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

TEPEDINO, Gustavo. *Novos princípios contratuais e teoria da confiança: a exegese da cláusula to the best knowledge of the sellers*. Temas de Direito Civil, Rio de Janeiro: Renovar, 2006, t. II.

SCHREIBER, Anderson. *A proibição de comportamento contraditório; tutela da confiança e venire contra factum proprium*. 4ª ed. Rio de Janeiro: Atlas, 2016.

FILHO, Alfredo Lamy. *Considerações sobre a elaboração da Lei de S.A. e de sua necessária atuação*. Temas de S.A., Rio de Janeiro: Renovar, 2007.

PEREIRA, Regis Fichtner. *A responsabilidade civil pré-contratual – teoria geral e responsabilidade pela ruptura das negociações contratuais*. Rio de Janeiro: Renovar, 2001.

AZEVEDO, Antonio Junqueira de. *Estudos e pareceres de direito privado*. São Paulo: Saraiva, 2004.

AZEVEDO, Antonio Junqueira de. Insuficiências, deficiências e desatualização do Projeto do Código Civil na questão da boa-fé objetiva nos contratos. *Revista Trimestral de Direito Civil – RTDC*, vol. 1, Rio de Janeiro: Padma, 2000.

REQUIÃO, Rubens. *Curso de Direito Comercial*. São Paulo: Editora Saraiva, 2003, vol. II.

ASCARELLI, Tulio. *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*. São Paulo: Bookseller, 2001.

TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre. *Das sociedades anônimas no direito brasileiro*. São Paulo: José Bushatisky, 1979, vol. I.

SANTOS, Augusto Carvalho. *Responsabilidade pré-contratual*. Coimbra: Coimbra Editora, 2002, p. 79.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. São Paulo: Editora Saraiva, 2003, vol. II.

PAES, Paulo Roberto Tavares. *Direito Empresarial: estudos e pareceres*. São Paulo: Atlas, 2001.

GOMES, Orlando. *Promessa unilateral, opção e acordo preparatório*. In: *Questões de Direito Civil*. São Paulo: Saraiva, 1976.

GOMES, Orlando. *Transformações gerais do direito das obrigações*. 2ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1980.

FRAZÃO, Ana. *Do direito da empresa ao direito da empresa e dos mercados*. In: *Revista de Direito Empresarial*, Belo Horizonte, ano 15, n. 1, 2018.

MIRANDA, Pontes de. *Negócios jurídicos, representação, conteúdo, forma, prova* (atualizado por MELLO, Marcos Bernardes de; EHRHARDT JUNIOR, Marcos). In: MIRANDA, Pontes de. *Tratado de Direito Privado*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2012, tomo III.

CAMILO JUNIOR, Ruy Pereira. *Direito societário e regulação econômica*. Barueri: Manole, 2018.

ROPPO, Enzo. *O contrato*. Coimbra: Almedina, 2009.

HARARI, Yuval Noah. *Sapiens: uma breve história da humanidade*. Porto Alegre: L&PM, 2015 [e-book].

WEBER, Max. *Economy and society: an outline of interpretive sociology* (ed. ROTH, Guenther; WITTICH, Claus). Berkeley: University of California Press, 1978.

FORGIONI, Paula A. Prefácio. In: BARRIONUEVO FILHO, Arthur; COSTA, José Augusto Fontoura; FORGIONI, Paula A.; MERGULHÃO, Danilo Rafael da Silva (Coord.). *Fundamentos Econômicos do Direito de Empresa*. Curitiba: Juruá, 2019.

VIVANTE, Cesare. *Elementi di diritto commerciale*. Milano: Ulrico Hoepli, 1936.

LUPION, Ricardo. *Boa-fé objetiva nos contratos empresariais: contornos dogmáticos dos deveres de conduta*. Porto Alegre: Editora Livraria dos Advogados, 2011.

COUTO E SILVA, Clóvis do. *A obrigação como processo*. 1ª ed. digital. Rio de Janeiro: Editora FGV, 2006.

CORDEIRO, Antônio Barreto Menezes. *Princípio da boa-fé na execução dos contratos no direito inglês*. Revista de Direito Civil Contemporâneo, São Paulo, v. 14, 2018.

NERY, Nelson; NERY, Rosa Maria de Andrade. *Código Civil e legislação extravagante*. 2ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2003.

FACHIN, Luiz Edson; GONÇALVES, Marcos A. R. *Hermenêutica da autonomia da vontade como princípio informador da mediação e conciliação*. Revista da Informação Legislativa, Brasília: ano 48, n. 190, 2011.

WALD, Arnold. *A Empresa no Novo Código Civil*. In: O Crédito Imobiliário em face do Novo Código Civil/Instituto de Registro Imobiliário do Brasil e Associação Brasileira das Entidades de Crédito e Poupança. São Paulo: IRIB/ABECIP.