

FLÁVIO LUIZ YARSHELL
GUILHERME SETOGUTI J. PEREIRA

Coordenadores

PROCESSO SOCIETÁRIO

VOLUME III

Ary Azevedo Franco Neto	João de Oliveira Rodrigues Filho
Ariadne Oliveira E Costa	João Paulo Hecker da Silva
Alfredo de Assis Gonçalves Neto	José Antonio Fichtner
Calixto Salomão Filho	Juliana Krueger Pela
Carlos Dias Motta	Luis Felipe Ferrari Bedendi
Carlos Alberto Garbi	Luiz Alberto Colonna Rosman
Eduardo Secchi Munhoz	Marcelo Dickstein
Eleonora Coelho	Mariana Martins-Costa Ferreira
Fábio Ulhoa Coelho	Marcelo Barbosa Sacramone
Fernanda Neves Piva	Marcelo Vieira von Adamek
Flávio Luiz Yarshell	Marina Duarte de Melo Martins de Castro
Francisco Müssnich	Mauricio Moreira Menezes
Gabriel Saad Kik Buschinelli	Mirelle Bittencourt Lotufo
Gabriela de Oliveira Junqueira	Nancy Andrighi
Guilherme Setoguti J. Pereira	Paulo Cezar Aragão
Gustavo Machado Gonzalez	Paulo Furtado de Oliveira Filho
Hamid Charaf Bdine Júnior	Renato Berger
Henrique Cunha Barbosa	Rodrigo Octávio Broglia Mendes
Herbert Morgenstern Kugler	Sérgio Savi
Igor Bimkowski Rossoni	Sheila C. Neder Cerezetti
Ivo Waisberg	

Editora Quartier Latin do Brasil
São Paulo, inverno de 2018
quartierlatin@quartierlatin.art.br
www.quartierlatin.art.br

XXX. Os Efeitos Jurídicos do Memorando de Entendimentos, os Achados da *Due Diligence* e a Responsabilidade pela Ruptura das Negociações

Rodrigo Octávio Broglia Mendes

A Consulente, por seus ilustres advogados, Drs. Diogo L. Machado de Melo e Fabricio Favero, formula consulta acerca das questões envolvendo a celebração do Memorando de Entendimento abaixo identificado, relatando-me os seguintes fatos:

I. FATOS

01. A Consulente informa que, no final de 2014, houve uma aproximação com as pessoas físicas “F”, “G”, “H”, “I”, “J” e “K”, em conjunto denominados “Sócios “A””, em razão da intenção da Consulente em adquirir participação societária na Indústria e Comércio de Alimentos “D”, (doravante “Indústria “D””).

02. Após meses de tratativas, as partes acima mencionadas, bem como as sociedades “L”, “M” e “N”, celebraram Memorando de Entendimentos, em 06 de outubro de 2015 (o “MoU”).

03. Doravante, quando, em conjunto, a Indústria “D” e as sociedades “L”, “M” e “N” serão referidas simplesmente como “Sociedades “B””.

04. Por meio do MoU, as Partes formalizaram a intenção mútua de realizar operação pela qual a Consulente adquiriria ações de emissão da Indústria “D”, de titularidade de “F” e “G”, bem como na subscrição de novas ações decorrentes de aumento de capital na referida sociedade, que seria transformada em sociedade anônima, de modo que, após a conclusão dessa operação, a Consulente deteria participação de 30% (trinta por cento) no capital social votante da Indústria “D” (Cláusula 1.1 do MoU).

05. Nos termos da Cláusula 2.1.1. do MoU, foi iniciado o processo de *due diligence*, sendo que, em dezembro de 2015, os assessores da Consulente levaram ao seu conhecimento a descoberta de contingências apuradas nas Sociedades “B”, relativas a questões societárias e tributárias, que representavam risco de prejuízo na ordem de R\$ 22 milhões.

06. Em razão dessas descobertas, os representantes da Consulente comunicaram esses achados aos Sócios “A” em reuniões realizadas em dezembro de 2015, e se propuseram a continuar as tratativas, desde que fossem rediscutidas as condições inicialmente vislumbradas, principalmente no que diz respeito ao preço e montante do aporte de capital.

07. Após essa comunicação, iniciaram-se as controvérsias entre as partes, visto que os Sócios “A” e Sociedades “B” não concordavam com a rediscussão das condições da operação e, em 15 de janeiro de 2016, requereram a instauração de arbitragem (“Arbitragem”).

08. Em síntese, os Sócios “A” e as Sociedades “B” sustentam que a Consulente, ao propor a renegociação das condições da operação, teria violado as obrigações assumidas no MoU, uma vez que (i) o MoU não previa a hipótese de alteração do preço pactuado; e (ii) ao divulgar a terceiros, notadamente, ao Senhor “X”, que a operação estava em andamento, bem como passar informações sobre as Sociedades “B”, tendo em vista que ele era cogitado como possível Diretor Financeiro da Indústria “D”, após a conclusão da operação.

09. Com base nesses fatos, os Sócios “A” e as Sociedades “B” pedem que a Consulente seja condenada a indenizá-los pelas perdas resultantes dessas condutas, que entendem qualificarem-se como violação do MoU. Entendem que os danos remontam à quantia de R\$ 54.535.000,00 (cinquenta e quatro milhões, quinhentos e trinta e cinco mil reais).

10. Diante desses fatos, a Consulente formula os seguintes quesitos:

- (1) A celebração do MoU obrigou as partes a concluírem os negócios definitivos com os quais estabelecer-se-ia a sociedade entre os Sócios “A”, as Sociedades “B” e a Consulente?
- (2) O MoU pode ser qualificado como um contrato preliminar, nos termos do artigo 462 do Código Civil?
- (3) Qual o objetivo e função da *due diligence* nas operações de compra e venda de participação societária?
- (4) Em razão dos resultados da *due diligence*, é lícito às partes renegociar as bases ajustadas no MoU?
- (5) É possível afirmar a responsabilidade da Consulente pela ruptura das negociações?

(6) O envio do e-mail pelo Senhor “X” representa uma violação à Cláusula 5 do MoU?

11. Para permitir a análise e compreensão das questões jurídicas atinentes, a Consulente apresentou cópia dos seguintes documentos:

II. PARECER

1. COLOCAÇÃO DO PROBLEMA

12. De acordo com o relato formulado na Consulta, as Partes controvertem sobre a responsabilidade da Consulente pela não conclusão dos contratos definitivos relacionados à compra e venda de participação societária da Indústria “D”. Essa era a operação pretendida a celebração do MoU pelas partes, sendo que, após a celebração dos contratos definitivos, elas se tornariam sócias.

13. Segundo o entendimento dos Sócios “A” e das Sociedades “B”, exposto nas razões apresentadas na Arbitragem, a sua pretensão à indenização dos prejuízos que entendem terem sofridos, pela não conclusão da compra e venda de participação societária na Indústria “D”, fundamenta-se (i) no MoU ter estabelecido as condições para a celebração dos contratos definitivos, o que o qualificaria como verdadeiro contrato preliminar; e (ii) a frustração das tratativas, que criaria a obrigação de indenizar, em razão da responsabilidade pré-contratual.

14. A análise a respeito dessas pretensões pressupõe o contexto no qual se inserem as operações de compra e venda de participação societária. É comum se identificar, na *praxis* doméstica e internacional, etapas bem definidas e delimitadas¹ de acordo com as quais o processo de contratação dessas operações desenvolve-se:

¹ Em sentido parecido, identificando três etapas essenciais no processo de transmissão da empresa (a fase preparatória, a fase obrigacional propriamente dita e a executória), ANTUNES, José Engrácia. “A empresa como objecto de negócios - “asset deals” versus “share deals””. *Revista da Ordem dos Advogados (ROA)*, vol. 68, 2008, pp. 749-750. (“Ao invés dos anteriores, encontramos-nos perante modelos negociais maximalistas, nos quais a autonomia privada das partes contratantes tem um papel fundamental e onde o processo de transmissão da empresa é objecto de uma regulação contratual bastante detalhada e complexa, usualmente dividida em três etapas essenciais. Uma fase preparatória, que precede o acordo negocial, é basicamente constituída por acordos preliminares destinados a coadjuvar as negociações entre as partes, mormente as cartas de intenção que consubstanciam o compromisso negocial de princípio das partes (“memorandum of understanding”, “letter of intent”), ou a preparar a celebração do acordo negocial principal e definitivo, tais como os acordos contratuais preliminares (“Vorverträge”), v.g. contratos promessa ou de opção. Segue-se a fase obrigacional propriamente dita, que tem lugar com a celebração do acordo negocial de transmissão (“business purchase”). Peça-chave da negociação da empresa, este acordo, para além

- (i) a aproximação das partes com uma negociação preliminar e celebração de documentos preliminares como os *memorandos de entendimentos* para alinhar as bases da negociação;
- (ii) a investigação da situação patrimonial e econômico-financeira da sociedade cuja participação será alienada (as chamadas “sociedades alvo”, ou “*Target*”) – a *due diligence*;
- (iii) a negociação da estrutura da alienação da participação societária, com a elaboração dos chamados contratos definitivos, nos quais se efetivará a alienação das participações societárias ou o investimento objetivado; e
- (iv) a conclusão do negócio propriamente dito, que por vezes se realiza em dois momentos:
 - (i) a celebração dos contratos definitivos (*signing*); e
 - (ii) a implementação de determinados atos para que seja consumada a transferência da participação societária (*closing*).

15. Para os efeitos do caso concreto, têm relevância as duas primeiras fases, a da negociação preliminar e a da investigação da situação patrimonial e econômica da *Target*, a chamada *due diligence*, que serão tratadas no tópico abaixo.

2. AS NEGOCIAÇÕES E FASES DE UMA OPERAÇÃO DE PARTICIPAÇÃO SOCIETÁRIA

(A) NEGOCIAÇÃO PRELIMINAR E MOU

16. A realização de uma venda e compra de participação societária é uma transação econômica que pode possuir contornos altamente complexos².

de uma regulação detalhada e exaustiva das diferentes obrigações do adquirente (v.g., pagamento do preço, distribuição de encargos da venda) e do alienante (v.g., deveres de informação, custódia, colaboração, confidencialidade, não concorrência), concede amiúde um relevo muito especial às cláusulas de garantia (“representation and warranties”) destinadas a assegurar a fidedignidade e certeza jurídica das representações das partes quanto ao objecto directo (acções ou quotas) e indirecto (empresa societária) do contrato de compra e venda de participações sociais. Por fim, tem lugar a fase “real” ou executória, na qual as partes, em cumprimento das condições contratualizadas no acordo de base, podem ou devem proceder à celebração do acordo de execução (“closing document”): é este o momento azado para a transferência do montante pecuniário correspondente ao preço da venda e dos documentos que titulam a propriedade dos diversos elementos componentes da empresa adquirida (v.g., escrituras públicas, registos, licenças, escrituração mercantil), sem esquecer o recurso habitual a instituições independentes onde fique depositada parte do preço para garantia do correcto e integral cumprimento das obrigações do alienante (“escrow agent”).

A principal razão se dá pela necessidade de investigação da situação do bem objeto da venda e compra. Aqui, o que se efetivamente almeja é a transferência da empresa, que ocorre não de modo direto, mas indireto – *share deal*³.

17. Assim, esse período é caracterizado pela realização de uma série de estudos prévios, análises, investigação da situação econômico-financeira e patrimonial da sociedade cuja participação é objeto da transação, discussões sobre possibilidade de acordos entre comprador e vendedor, compreensão de eventuais sinergias que a transação pode trazer, dentre outros aspectos⁴.

18. Para que uma tal operação possa ser levada a bom termo é comum que, após ser realizada a identificação da sociedade cuja participação se pretenda adquirir, inicie-se um processo de negociação entre os potenciais compradores e vendedores, auxiliados ou não por consultores, que culminará em contornos preliminares da operação, de acordo com os quais as partes aceitam *continuar* as tratativas.

19. É em razão desta tratativa que as partes costumam celebrar um documento pelo qual realizarão o registro de acordos preliminares, que podem receber um dentre tantos nomes com os quais a prática costuma designá-los: carta de intenções, memorando de entendimentos, *term sheet*, entre outros⁵.

20. O conteúdo desses documentos pode ser bem variado, mas costumam registrar as condições pelas quais as partes concordam em continuar as negociações,⁶ além de estabelecer os pontos sobre os quais as partes já alcançaram o consenso⁷, o que Engrácia Antunes designa como *acordos de base*⁸.

21. Dentre os conteúdos possíveis, é comum constar um parâmetro de preço da participação societária, a ser ajustado em razão dos achados decorrentes da *due diligence*; algumas das condições a serem incluídas nos

3 ANTUNES, José Engrácia. "A empresa como objecto de negócios – 'asset deals' versus 'share deals'". *Revista da Ordem dos Advogados (ROA)*, vol. 68, 2008, p. 723.

4 ANTUNES, José Engrácia. *Direito dos Contratos Comerciais*. Coimbra: Almedina, 2009, p. 95

5 FORGIONI, Paula A. *Contratos empresariais – teoria geral e aplicação*. São Paulo: Revista dos Tribunais: 2015, p. 79.

6 ANTUNES, José Engrácia. "A empresa como objecto de negócios – 'asset deals' versus 'share deals'". *Revista da Ordem dos Advogados (ROA)*, vol. 68, 2008, p. 75¹

7 ANTUNES, José Engrácia. "A empresa como objecto de negócios – 'asset deals' versus 'share deals'". *Revista da Ordem dos Advogados (ROA)*, vol. 68, 2008, p. 75¹

8 ANTUNES, José Engrácia. *Direito dos Contratos Comerciais*. Coimbra: Almedina, 2009, p. 99 ("A outra modalidade fundamental é constituída pelos chamados *acordos de base* ('heads of agreement', 'accords de base', 'Grundvereinbarungen'): semelhante tipo de acordos – peça-chave em contratos mercantis com processos negociais complexos – visa essencialmente selar o consenso alcançado pelos contraentes relativamente a um determinado núcleo essencial de elementos contratuais, vinculando-se ainda a prosseguir as respectivas negociações quanto aos demais pontos secundários em aberto (por isso mesmo, também por vezes denominados 'agreements with open terms').

contratos que culminarão com a compra e venda da participação; uma cláusula de confidencialidade a respeito das informações trocadas e, também, do próprio fato das partes estarem negociando; a obrigação de que o vendedor conceda exclusividade ao comprador, por um período de tempo, nas negociações, significando que o vendedor não negociará a venda e compra da participação societária com terceiros, dentre outras.

22. Assim, esses documentos preliminares, notadamente os memorandos de entendimentos e os protocolos de intenções, normalmente estabelecem as bases segundo as quais as negociações continuarão⁹.

(B) A *DUE DILIGENCE*

23. Após a assinatura do memorando de entendimentos, segue-se normalmente a realização da *due diligence*, isto é, procede-se com a investigação normalmente conduzida por advogados e consultores da confiança dos compradores, cuja finalidade é obter informações para que se possa realizar um juízo sobre a situação patrimonial e econômico-financeira das sociedades das quais se pretende adquirir a participação societária, bem como analisar potenciais riscos e a possibilidade de realização de eventos que possam impactar essa situação patrimonial e econômico-financeira (as denominadas *contingências*)¹⁰⁻¹¹.

- 9 LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. "Protocolo de Intenções sem força obrigatória." In *Pareceres*, vol. I. São Paulo: Singular, 2004, p. 406 ("É sob esse prisma que devem ser encarados os protocolos de intenções, frequentes no comércio jurídico contemporâneo. Trata-se de desenhos de contratos - um schema ipotético, como diz Messineo - a que fale ainda o timbre da vontade de concluir e transformá-los em vínculos jurídicos definitivos, ou seja, a que falta, enfim, o *consentimento final*. Até lá, os acordos são puramente programáticos, preparatórios, provisórios, reversíveis e, portanto, sem vinculação alguma pré-estatuída.")
- 10 ANTUNES, José Engrácia. "A empresa como objecto de negócios - 'asset deals' versus 'share deals'". *Revista da Ordem dos Advogados (ROA)*, vol. 68, 2008, p. 753 ("A *due diligence*", expressão anglo-saxônica cujo uso se internacionalizou, designa justamente a operação complexa e pré-contratual de exame da empresa negociada, levada a cabo pelo comprador (com ajuda dos seus colaboradores ou peritos, v.g. advogados, revisores de contas, economistas e gestores, técnicos diversos), que visa recolher uma informação exaustiva sobre os mais variados aspectos organizativos, técnicos, patrimoniais, financeiros e contabilísticos da empresa negociada."); ainda, a respeito do surgimento do conceito de *due diligence*, HÖRMANN, Jens "Die Due Diligence beim Unternehmenskauf". BIRK, Dieter. *Transaktionen, Vermögen, Pro Bono*. Festschrift zum Zehnjährigen bestehen von P+P Pöllath + Partners. Munique: C.H. Beck, 2008, p. 136 e ss.
- 11 REED, Stanley Foster; LAJOUX, Alexandra Reed. *The M&A: a merger/acquisition/buyout guide*. 3rd ed. Mc Graw-Hill, NY, USA, 1998, p. 347 ("The basic function of *due diligence*, using the term in the context of mergers and acquisitions, is to assess the benefits and the liabilities of a proposed acquisition by inquiring into all relevant aspects of the past, present and predictable future of the business to be purchased."); ANTUNES, José Engrácia. "A empresa como objecto de negócios - 'asset deals' versus 'share deals'". *Revista da Ordem dos Advogados (ROA)*, vol. 68, 2008, p. 753 ("As funções da *due diligence* são, assim, essencialmente, uma função formativa (providenciando informação completa e objectiva que permita uma correcta e livre formação da vontade negocial das partes contratantes), uma função garantística (examinando o objecto negocial por forma a assegurar

24. A realização da *due diligence* justifica-se pela acentuada assimetria de informações entre potencial comprador e vendedor¹². Como bem acentua Engrácia Antunes “(...) ao passo que o “vendedor” da empresa (trespassário ou titular da participação societária de controlo) é um verdadeiro “insider”, conhecendo como ninguém o verdadeiro estado e valor do objecto negocial, o “comprador” não possuirá a mais das vezes outra informação sobre a empresa que pretende adquirir senão aquela que circula no mercado e obteve do próprio vendedor, o qual, muito compreensivelmente, não deixará decerto de exaltar as respectivas potencialidades e rentabilidades”¹³.

25. Assim, a *due diligence* busca, ao menos em parte, reduzir a citada assimetria informacional no processo de negociação dos contratos de compra e venda de participação societária. Com essa redução, as partes encontram-se em uma posição de poder revisitar aquelas condições preliminares estabelecidas no memorando de entendimentos. Essa é uma das razões para a realização da *due diligence* – permitir ao comprador negociar com maior informação a venda e compra que pretende realizar.

26. Caso avancem, as informações fornecidas pelo vendedor servirão como pressuposto para a celebração daquele negócio – e serão plasmadas em cláusulas denominadas *representation and warranties*, que consagrarão as condições sob as quais aquele contrato foi celebrado e, por conseguinte, autorizarão determinadas condutas ou ações do comprador contra o vendedor, na hipótese de se constatar que os dados transmitidos não eram completos ou corretos.

27. Em ambos os casos, as informações obtidas – ou omitidas – na *due diligence* servirão de base para promover ajustes nos termos da negociação, usualmente com grande impacto no preço. E permitirão a alocação dos riscos decorrentes da materialização das contingências, posto que é admitido – ao menos pelos usos nesse tipo de compra e venda – que é o comprador quem deve se acautelar – *caveat emptor*¹⁴.

ao comprador a inexistência de vícios materiais ou ocultos), uma função valorativa (coadjuvando a determinação do preço negocial) e uma função probatória (documentação dos fluxos informativos pré-contratuais entre comprador, vendedor e empresa negociada”).

¹² ANTUNES, José Engrácia. “A empresa como objecto de negócios – ‘asset deals’ versus ‘share deals’”. *Revista da Ordem dos Advogados (ROA)*, vol. 68, 2008, p. 751

¹³ ANTUNES, José Engrácia. “A empresa como objecto de negócios – ‘asset deals’ versus ‘share deals’”. *Revista da Ordem dos Advogados (ROA)*, vol. 68, 2008, p. 753

¹⁴ A respeito do princípio *caveat emptor* no Common Law e sua relação com a *due diligence*. HÖRMANN, Jens “Die Due Diligence beim Unternehmenskauf”. BIRK, Dieter. *Transaktionen, Vermögen, Pro Bono. Festschrift zum Zehnjährigen bestehen von P+P Pöllath + Partners*. Munique: C.H. Beck, 2008, p. 139; SCHMIDT, Karsten. *Handelsrecht. Unternehmensrecht I*, 6ª ed. Colônia:

28. Isso porque a expressão econômica da participação societária é dependente do valor do acervo patrimonial da sociedade, bem como da sua aptidão de gerar rendimentos futuros. A determinação do preço a ser pago pela participação societária tem direta relação com esses fatores. Assim, caso se verifique que o acervo patrimonial possui um passivo maior do que o informado, essa circunstância costuma ser refletida no preço, sob pena de se causar um prejuízo ao comprador.

29. Essa circunstância, típica dos processos de transferência de empresa, seja diretamente pelo *asset deal*, seja indiretamente, pelo *share deal*, estabelece conclusões quase intuitivas: (i) se há assimetria de informações, sobretudo em relação ao vendedor, que detém a maioria informações sobre a empresa; (ii) se o comprador deve se acautelar e verificar o que está comprando; (iii) a efetiva decisão de se consumir a venda e compra só é feita após a negociação que sobrevêm a *due diligence*¹⁵; e (iv) os achados na *due diligence* podem impactar negativamente o preço¹⁶.

Carl Heymanns, 2014, p. 181. Está nessa conexão a razão do desenvolvimento da *prática comercial* da realização da *due diligence* no processo de aquisição de empresas.

15 ROCHA, Dinir Salvador Rios da; NUNES, Marcelo Galiciano. "Term Sheet e Contrato de Compra e Venda de Ações ou Quotas" In ROCHA, Dinir Salvador Rios da; QUATTRINI, Larissa Teixeira (coord.) *Fusões, aquisições, reorganizações societárias e due diligence*. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 75. Deve-se ressaltar, evidentemente, as situações em que as partes acordam a venda e compra sem a realização de *due diligence*.

16 HÖRMANN, Jens "Die Due Diligence beim Unternehmenskauf". BIRK, Dieter. *Transaktionen, Vermögen, Pro Bono. Festschrift zum Zehnjährigen bestehen von P+P Pöllath + Partners*. Munique: C.H. Beck, 2008, p. 142 ("Insbesondere vor dem Hintergrund der Wertermittlung des Zielunternehmens zur Bestimmung bzw. Verifizierung des Kaufpreises kann im Regelfall nicht auf der Durchführung einer Due Diligence verzichtet werden. Die im Rahmen eines Due-Diligence-Prozesses vorgelegten Informationen im Hinblick auf die wirtschaftliche und finanzielle Situation ermöglichen dem Käufer einen Einblick in die wirtschaftliche Leistungsfähigkeit des Kaufgegenstandes. Die Beurteilungsfähigkeit des Unternehmenswertes stößt allerdings auf Grenzen. Denn der Käufer ist in erster Linie an der zukünftigen Entwicklung, d.h. der zukünftigen Ertragskraft, des Unternehmens interessiert. Die in der Vergangenheit liegenden, in der Due Diligence offengelegten Fakten können dafür nur ein Indiz sein. Auf jeden Fall werden aber Informationen über etwaige Schwächen der Zielgesellschaft zu Bestrebungen führen, die Kaufpreishöhe zu reduzieren. In der Praxis wird daher regelmäßig im Laufe eines Due-Diligence-Verfahrens der Kaufpreis nach unten korrigiert. Diese Aussage kann auch empirisch untermauert werden. Bei 67,4% der deutschen Unternehmenskäufe verringert sich der gebotene Kaufpreis nach oder während der Durchführung eines Due-Diligence-Verfahrens. Dies lässt daraufschließen, dass sich die Verhandlungsposition des Käufers aufgrund der Durchführung einer Due Diligence verbessern kann. In der Due Diligence aufgedeckte negative Sachverhalte oder Risiken können im Rahmen von Kaufpreisverhandlungen kaufpreismindernd eingebracht werden. Sofern der Käufer die zur Bestimmung der Risiken und des Ertragswertes des Unternehmens erforderlichen Daten nicht erhält, besteht noch die Möglichkeit, den Kaufpreis variabel zu gestalten, entweder auf der Basis einer stichtagsbezogenen Identifikation bestimmter Daten oder aber in Abhängigkeit von der zukünftigen Entwicklung des Unternehmens.") – Tradução livre: Especialmente à luz da avaliação da sociedade alvo, com o objetivo de determinar ou verificar o preço de venda, não se prescinde, normalmente, da condução de uma *due diligence*. A informação, apresentada no âmbito do processo de *due diligence*, relativa à situação econômico e financeira possibilita o comprador apreciar o desempenho econômico do objeto da aquisição. A capacidade de avaliação da empresa, contudo, possui limitações. Isto porque o comprador está, primordialmente, interessado no desenvolvimento futuro da

30. Penso que a partir do breve esclarecimento dessas duas etapas, é possível investigar as suas repercussões jurídicas e analisar o MoU.

3. A RELEVÂNCIA JURÍDICA DAS NEGOCIAÇÕES E A QUALIFICAÇÃO DOS MEMORANDOS DE ENTENDIMENTOS.

31. A discussão a respeito da relevância jurídica das negociações, e a repercussão dos documentos produzidos nesse âmbito, notadamente, os *memorandos de entendimentos*, não é nova¹⁷, muito embora atribuir alguma relevância jurídica às negociações decorre de uma postura que rompe com a concepção tradicional do direito contratual, segundo a qual qualquer relevância jurídica somente seria adquirida após a formação do contrato¹⁸.

32. No âmbito dessa discussão, como é sabido, o que se questiona, resumidamente, (i) é saber quais deveres poderiam existir nessa fase pré-contratual, tendo a doutrina já assentado que se deve observância à boa-fé, mesmo que não exista expressa referência à fase pré-contratual no artigo 422

empresa, isto é, na rentabilidade futura. Os fatos passados apresentados na due diligence, contudo, constituirão somente um indício desse desenvolvimento futuro. De qualquer modo, informações sobre fraquezas da sociedade alvo conduzem aos esforços de se reduzir o preço de compra. Na prática, portanto, o preço é invariavelmente reduzido para baixo durante um processo de due diligence. Essa afirmação pode ser demonstrada empiricamente. Em 67,4% das vendas de empresas alemãs o preço ofertado foi reduzido após ou durante a condução do processo de due diligence. Isso sugere que a posição negocial do comprador, em razão da realização da due diligence, melhora. Os fatos negativos ou riscos revelados na due diligence podem, no âmbito da negociação do preço de aquisição, levar à redução do preço. Na medida em que o comprador não recebe as informações necessárias para a apreciação dos riscos e da rentabilidade da empresa, ainda existe a possibilidade de se estabelecer um preço variável, seja com fundamentos nas informações relativas a certa data base, seja com suporte no desenvolvimento futuro da empresa.

¹⁷ ZANETTI, Cristiano de Souza. *Responsabilidade pela ruptura das negociações*. São Paulo: Editora Juarez de Oliveira, 2005, p.5-11; TAVARES GUERREIRO, José Alexandre. "A boa-fé nas negociações preliminares", publicado originalmente em Revista de Direito Civil, 16/48, abr-jun 1981. In: TEPEDINO, Gustavo; FACHIN, Luiz Edson. *Doutrinas Essenciais. Obrigações e Contratos*, vol. IV. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2011, p. 143-148; ANTUNES, José Engrácia. *Direito dos Contratos Comerciais*. Coimbra: Almedina, 2009, p. 94; FORGIONI, Paula A. *Contratos comerciais - teoria geral e aplicação*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2015, p. 78/79; MARTINS-COSTA, Judith. *A Boa-Fé no Direito Privado: critérios para a sua aplicação*. São Paulo: Marcial Pons, 2015, p. 383 ("Por vezes, a fase do nascimento do vínculo é precedida por tratativas. Há conversações, troca de informações e negociações orientadas a examinar as possibilidades e as conveniências de realizar um futuro contrato. Ainda não há, nessa fase preliminar, relação contratual, pois as negociações preliminares configuram "tratos", e ainda não "contratos", nem negócios jurídicos. Porém, é preciso atenção: a fase formativa não é destituída de relevância jurídica. Já há a tutela do direito que impõe deveres de correção no comportamento dos negociadores.")

¹⁸ ANTUNES, José Engrácia. *Direito dos Contratos Comerciais*. Coimbra: Almedina, 2009, p. 93; TAVARES GUERREIRO, José Alexandre. "A boa-fé nas negociações preliminares", publicado originalmente em Revista de Direito Civil, 16/48, abr-jun 1981. In: TEPEDINO, Gustavo; FACHIN, Luiz Edson. *Doutrinas Essenciais. Obrigações e Contratos*, vol. IV. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2011, p. 143;

do Código Civil;¹⁹ (ii) a possibilidade da responsabilidade pré-contratual; e (iii) qual efeito jurídico podem ter os documentos celebrados durante as tratativas.

33. Para as questões suscitadas pela Consulta, convém tratar primeiramente de eventuais efeitos jurídicos resultantes desses documentos que registram acordos estabelecidos entre as partes durante o processo negocial. José Engrácia Antunes distingue esses acordos pré-contratuais entre os acordos não contratuais e os acordos contratuais, conforme abaixo se verifica.

34. Os primeiros, “(...) são instrumentos jurídicos, destituídos de natureza contratual, auxiliares da negociação de um dado contrato mercantil, que servem essencialmente para determinar a forma como as negociações entre as partes contratantes se processarão ou para cristalizar o estado dessas negociações em determinado momento.”²⁰ Os segundos são “(...) aqueles instrumentos jurídicos de natureza contratual destinados a preparar ou coadjuvar a celebração de um dado contrato mercantil – os quais, situando-se já no plano da formação e não da mera negociação deste último, representam em si mesmos contratos autónomos perfeitamente vinculativos e definitivos entre as partes”²¹.

35. A doutrina, inclusive, chega a explicar os passos tomados no processo negocial, com a celebração de documentos intercalares, como um modo de formação progressiva do contrato²², por meio do registro do consenso mútuo sobre determinados pontos, a vincular na medida em que houver a conclusão de acordos definitivos²³.

36. Os memorandos de entendimentos, em regra, pertencem ao primeiro grupo, dos acordos não contratuais, estabelecendo as bases segundo as quais as partes, em princípio, concordam em continuar a negociação²⁴. O conteúdo desses documentos é bastante variado²⁵, mas costuma, às vezes, abarcar muitos

19 VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc; SZTAJN, Rachel. *Direito Comercial: Teoria Geral do Contrato. Fundamentos da Teoria Geral do Contrato*. Vol. 4, 2ª ed. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2014, p. 339 e ss.

20 ANTUNES, José Engrácia. *Direito dos Contratos Comerciais*. Coimbra: Almedina, 2009, p. 97

21 ANTUNES, José Engrácia. *Direito dos Contratos Comerciais*. Coimbra: Almedina, 2009, p. 103

22 MARTINS-COSTA, Judith. *A Boa-Fé no Direito Privado: critérios para a sua aplicação*. São Paulo: Marcial Pons, 2015, p. 393

23 MARTINS-COSTA, Judith. *A Boa-Fé no Direito Privado: critérios para a sua aplicação*. São Paulo: Marcial Pons, 2015, p. 394

24 ANTUNES, José Engrácia. “A empresa como objecto de negócios – ‘asset deals’ versus ‘share deals’”. *Revista da Ordem dos Advogados (ROA)*, vol. 68, 2008, p. 751; HENRICH, Dieter. *Vorvertrag, Optionsvertrag, Vorrechtsvertrag. Eine dogmatisch-systematische Untersuchung der vertraglichen Bindungen vor und zu einem Vertragsschluß*. Berlin, Tübingen: Walter de Gruyter e J. C.B. Mohr (Paul Siebeck), 1965, p. 107-108

25 ANTUNES, José Engrácia. “A empresa como objecto de negócios – ‘asset deals’ versus ‘share deals’”. *Revista da Ordem dos Advogados (ROA)*, vol. 68, 2008, p. 751; para uma relação de matérias e questões que podem estar disposto nesses documentos, cf. ROCHA, Dinir Salvador Rios da; NUNES, Marcelo Galiciano. “Term Sheet e Contrato de Compra e Venda de Ações ou Quotas”

dos elementos essenciais do contrato definitivo a ser celebrado, motivo pelo qual, em certos casos, podem vir a ser qualificados como verdadeiros contratos preliminares²⁶.

37. A compreensão doutrinária, portanto, busca apartar os memorandos de entendimentos (acordos não contratuais) dos contratos preliminares²⁷, motivo pelo qual é necessário traçar alguns contornos dessa figura para que seja possível avançar na análise.

38. O contrato preliminar, portanto, é um acordo vinculante entre as partes, segundo o qual se estabelece a obrigação de se celebrar o contrato definitivo²⁸. Para que seja qualificado como contrato preliminar, o artigo 462 do Código Civil estabelece que esse contrato, "(...) *exceto quanto à forma, deve conter todos os requisitos essenciais ao contrato a ser celebrado*".

39. Ao promover a exegese desse dispositivo, a doutrina tem assentado recentemente que, para que determinado acordo produza efeitos de contrato preliminar, ele deve dispor sobre os elementos categoriais inderrogáveis do contrato definitivo²⁹. Em outras palavras, o acordo deve conter aqueles elementos que caracterizam a natureza jurídica do tipo contratual, portanto, suas disposições essenciais que não podem ser afastadas pela vontade das partes³⁰.

40. O exemplo que normalmente surge é o do contrato de compra e venda, cujos elementos categoriais inderrogáveis seriam o preço e a coisa.³¹ Para o caso vertente, esse é um exemplo que exige um certo cuidado, porquanto ao se tratar

In ROCHA, Dinir Salvador Rios da; QUATTRINI, Larissa Teixeira (coord.) *Fusões, aquisições, reorganizações societárias e due diligence*. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 73-73

26 MARTINS-COSTA, Judith. *A Boa-Fé no Direito Privado: critérios para a sua aplicação*. São Paulo: Marcial Pons, 2015, p. 392-393

27 HENRICH, Dieter. *Vorvertrag, Optionsvertrag, Vorrechtsvertrag. Eine dogmatisch-systematische Untersuchung der vertraglichen Bindungen vor und zu einem Vertragsschluß*. Berlin, Tübingen: Walter de Gruyter e J. C.B. Mohr (Paul Siebeck), 1965, p. 101-113

28 ZANETTI, Cristiano de Souza. *A conservação dos contratos nulos por defeito de forma*. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p. 124; Pontes de Miranda, Francisco Cavalcanti. *Tratado de direito privado*, 4ª ed., t. XIII. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1983, p. 30

29 ZANETTI, Cristiano de Souza. *A conservação dos contratos nulos por defeito de forma*. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p. 126-127 ("De acordo com o art. 462 do Código Civil, no entanto, é suficiente a presença dos "requisitos essenciais" do contrato definitivo. À existência do contrato preliminar basta, portanto, dispor sobre os elementos categoriais inderrogáveis do negócio definitivo. Somente deixará de haver contrato preliminar se não for possível identificar qual o negócio definitivo. Somente deixará de celebrar. Não há espaço, portanto, para recusar a natureza negocial ao contrato preliminar que contenha reserva de complementação. Apenas não se admite que a reserva de complementação seja extensa ao ponto de prevenir a concretização de um elemento categorial do contrato definitivo.")

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

31 ZANETTI, Cristiano de Souza. *A conservação dos contratos nulos por defeito de forma*. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p. 124.

de contratos de compra e venda de participação societária, duas ponderações são necessárias.

41. A primeira delas diz respeito à determinação dos elementos preço e coisa no processo de negociação das contratações de compra e venda de participação societária. Isso porque a coisa – as ações ou quotas – a rigor são unidades representativas de uma universalidade – a empresa – e, desta maneira, ainda que se possa desde logo estabelecer um acordo sobre o objeto imediato da venda e compra – as ações e quotas – nem sempre esse acordo implica um total conhecimento sobre o objeto mediato – a empresa –, motivo pelo qual é costume que os acordos preliminares nas negociações das operações de venda e compra de participação societária conste que o preço está sujeito a ajustes em razão dos achados da *due diligence*.

42. Isso vale dizer que, nos acordos preliminares como o memorando de entendimentos, o que há, normalmente, é uma identificação dos elementos a serem negociados, com parâmetros que balizarão as negociações – *e.g.* se haverá somente a aquisição de participação societária de titularidade de outros sócios ou também uma aquisição originária mediante a subscrição de ações ou quotas emitidas em razão de aumento de capital; a base a partir da qual as partes aceitam discutir o preço; dentre outras.

43. O segundo ponto refere-se à circunstância que, nesses contratos, não só a coisa e o preço se apresentam como elementos essenciais, mas também as condições³². Condições, aqui, não tem o sentido técnico do direito privado relativo a um evento futuro e incerto, mas devem ser compreendidas como conjuntos de situações e pressupostos segundo as quais as partes acordam que devam estar presentes para a celebração e execução de determinado contrato, tal como pretendido pelas partes.

44. Nos contratos de venda e compra de participação societária, a negociação de um conjunto de condições de acordo com as quais o contrato é concluído é a regra. Por exemplo, as condições resultantes de uma série de manifestações do vendedor sobre as informações apresentadas atinentes à empresa, normalmente registrada nos instrumentos contratuais definitivos sob a cláusula de representações e garantias.

32 MARTINS-COSTA, Judith. *A Boa-Fé no Direito Privado: critérios para a sua aplicação*. São Paulo: Marcial Pons, 2015, p. 392

45. Essas circunstâncias, se não afastada desde logo a possibilidade de se redigir um memorando de entendimentos que se qualificará como um contrato preliminar, nos termos do artigo 462 do Código Civil, certamente impõem ao intérprete, nos casos em que não há clareza sobre essa intenção comum de se vincular em um contrato preliminar, um padrão exigente de análise das condutas negociais. Essa cautela decorre dos usos e costumes desse tipo de contratação, mormente quando os memorandos de entendimentos não estabelecem acordo claro sobre o preço – apenas um firme indicativo em torno do qual as partes aceitam negociar –, sobre o objeto mediato – a empresa, cuja composição será investigada na *due diligence* – e, por fim, sobre as condições.

46. Finalmente, é comum que os memorandos de entendimentos contenham uma cláusula segundo a qual as partes reconhecem que aquele instrumento não tem o condão de criar obrigações entre as partes – normalmente, reporta-se à expressão “*não é vinculante*”. Assim, ainda que se possa qualificar determinado memorando de entendimentos como contrato preliminar, caso ele possua uma cláusula nesse sentido, não se verificará a possibilidade de se exigir a conclusão do contrato definitivo, por ser essa cláusula um equivalente funcional a uma cláusula de arrependimento, incidindo, portanto, o disposto no artigo 463 do Código Civil.

4. O MoU NÃO É CONTRATO PRELIMINAR E TAMPOUCO VINCULANTE

47. Após essas considerações a respeito do quadro jurídico no qual se inserem esses acordos preliminares em uma operação de venda e compra de participação societária, bem como da função da *due diligence* nesse processo, é possível examinar o memorando de entendimentos assinado ente os Sócios “A”, as Sociedades “B” e a Consulente, em 06 de outubro de 2015, anteriormente definido como MoU, para facilitar a referência.

48. De acordo com o “considerando B” do MoU, as negociações nas quais as partes estavam engajadas tinham como objetivo a aquisição de 30% (trinta por cento) da participação societária – de titularidade dos então sócios, ou decorrentes de uma emissão originária – da Indústria “D”, que seria transformada em sociedade por ações e incorporaria a operação ou patrimônio das sociedades “L”, “M” e “N”. No “considerando C”, resta claro que o objetivo das Partes, com a conclusão do MoU, era “... consignar... as bases da Operação (conforme abaixo definida) que está sendo negociada, principalmente com relação aos termos e condições financeiros, operacionais e de governança corporativa”.

49. A declaração de intenção na contratação, mas não de constituição de obrigação de contratar, também está expressa no item 1.1. do MoU:

“1.1. Objeto. O objeto do presente MOU é formalizar a intenção das Partes na realização de uma operação por meio da qual a Consulente adquirirá ações e subscreverá novas ações de emissão da Indústria “D” (individualmente ou em conjunto com o Investidor Autorizado indicado na Cláusula 2.1 abaixo) representando, em sua totalidade, 30% (trinta por cento) do seu capital social total e votante (“Ações da Indústria ‘D’”), depois de implementada a Reestruturação Societária referida no item “B” dos CONSIDERANDOS e de acordo com os termos e condições descritos neste MOU (“Operação”).”

50. As Partes condicionaram a consumação dessa intenção à celebração dos Documentos Definitivos³³. Além disso, o item 8.1 do MoU claramente estabelece:

“8.1. Este MOU possui caráter não vinculante e, exceto com relação às Cláusulas 5, 6. (“Cláusulas Vinculantes”), não cria qualquer obrigação para as Partes de realizar a Operação nos termos deste MOU.”

51. Logo, esses itens do MoU já são um indicativo consistente de que não há manifestação de intenção comum das partes em se obrigar à celebração de qualquer contrato definitivo.

52. Além do mais, nos itens 7.1. e 7.2. do MoU, está estabelecido que a operação será concluída com a celebração de um contrato de compra e venda de ações de emissão da Indústria “D”, um acordo de acionistas e a alteração do seu estatuto social, além de outros que venham a ser julgados necessários – como, por exemplo, aqueles necessários para se constituir as obrigações estabelecidas no item 4 do MoU.

53. Logo, não obstante os elementos acima mencionados já indicarem uma ausência de intenção comum de celebrar um contrato preliminar, entendo que tampouco há acordo sobre os elementos essenciais dos contratos definitivos. Há que se ter sempre em vista que as partes não intencionavam um negócio que se resumia à compra e venda de participação societária.

33 “A consumação da Operação (conforme abaixo definido) está sujeita à celebração dos Documentos Definitivos (conforme abaixo definidos) no prazo e nos termos estabelecidos no presente MOU.”

54. Ora, ao se estabelecer que os contratos definitivos compreenderiam, pelo menos, um contrato de compra e venda, um acordo de acionistas e a alteração do estatuto social, as partes estabeleceram uma interdependência entre pelos menos esses negócios jurídicos. Assim, é necessário que se verifique se todos os elementos categoriais inderrogáveis desses negócios estão presentes.

55. No que diz respeito ao contrato de compra e venda de participação societária, verifica-se que a *res* consistirá em ações ordinárias representativas de 30% (trinta por cento) do capital social total e votante da Indústria “D”, após a realização da operação societária de (i) incorporação de operações ou patrimônio das sociedades “L”, “M” e “N”; e (ii) transformação da Indústria “D” em sociedade por ações. Ainda, o total dessas ações poderia se compor por uma emissão originária da Indústria “D”, cujas ações seriam subscritas diretamente pela Consulente. Dessa forma, não é possível afirmar que há um efetivo acordo de vontade sobre o elemento “coisa”, na medida em que ele sequer existia ainda³⁴.

56. Essas operações societárias denominadas, pelo MoU, como “Reestruturação Societária” são um antecedente lógico para o efetivo surgimento da *res*. E sobre elas não há indício, no MoU, de acordo das partes sobre os elementos necessários da incorporação total ou de eventual cisão das sociedades “L”, “M” e “N” com a posterior incorporação parcial pela Indústria “D” da parcela do patrimônio cindido.

57. Esse é um dado importante a se ressaltar, porquanto a incorporação é negócio jurídico típico, disciplinado pelos artigos 223 a 227 da Lei nº 6.404/76. Logo, para que houvesse uma clara determinação de acordo sobre a *res*, a coisa de um contrato definitivo de compra e venda de participação societária, no caso concreto teria que se ter clareza sobre o resultado da Reestruturação Societária, e o MoU não indica nenhum acordo sobre os elementos categoriais inderrogáveis da cisão – que podem ser extraídos à luz da exegese do artigo 224 da Lei nº 6.404/76.

58. Os acordos relativos à Reestruturação Societária, que se dariam durante o processo negocial disciplinado pelo MoU, repercutiriam, sem sombra de

34 Não se está negando, com isso, a possibilidade de realização de contrato de compra e venda sobre coisa futura, expressamente permitida pelo Código Civil, em seu artigo 483. Contudo, caso a coisa não exista, a consequência é a ineficácia do contrato, também por expressa disposição legal – e não há que se cogitar que as partes queriam celebrar um contrato aleatório, nos termos do artigo 458 do Código Civil.

dúvidas, em outro documento definitivo, que é a alteração de estatuto social da Indústria “D”, sobre o qual o MoU também nada dispõe.

59. Assim, não é possível identificar, com os documentos que me foram submetidos, acordo de vontades sobre o elemento “coisa” de futuro contrato de compra e venda de participação societária da Indústria “D”. Sem dúvida, as partes estabeleceram condições para a negociação e delimitação desse objeto, mas a falta de acordo sobre o antecedente lógico, a Reestruturação Societária, é mais um óbice à afirmação de que exista contrato preliminar de venda e compra de participação societária que ainda não existia.

60. No que diz respeito ao preço, o item 2.2. do MoU estabelece:

2.2. Preço. O preço global para aquisição de ações e subscrição de novas ações de emissão da Indústria ‘D’ (‘Preço’) será de R\$ 25.000.000,00 (vinte e cinco milhões de reais), ajustado pelo valor do Capital Circulante Líquido (‘Cash Free, Debt Free Basis’) determinado no balanço a ser levantado pela Indústria ‘D’, após a Reestruturação Societária, o qual servirá de base para a aquisições de ações e subscrição de novas ações de emissão da Indústria ‘D’ objeto deste MoU.”

61. Uma primeira observação a fazer é que esse item estabelece, a rigor, o valor total de desembolso da Consultante, mas não necessariamente o preço da compra e venda das ações. As partes estabeleceram que R\$ 7.000.000,00 (sete milhões de reais) seriam aportados como aumento de capital na Indústria “D” (item 2.2.3), e que o preço das ações a serem vendidas seria, de acordo com o item 2.2.2. do MoU, o resultado do ajuste da quantia de R\$ 18.000.000,00 (dezoito milhões de reais) com o Capital Circulante Líquido, definido da seguinte forma no MoU:

“2.2.1. Capital Circulante Líquido. O Capital Circulante Líquido corresponderá à somatória dos saldos das contas classificadas no Ativo Circulante da Indústria ‘D’, nos termos da lei, diminuída dos saldos das contas classificadas no Passivo Circulante da Indústria ‘D’, nos termos da lei, valores estes havidos no balanço levantado pela Indústria ‘D’, após a Reestruturação Societária, o qual servirá de base para a emissão das Ações da Indústria ‘D’, objeto deste MoU. Para fins do ajuste do preço reportado na Cláusula 2.2., se a somatória for positiva, o valor a ela correspondente deverá ser acrescido ao Preço; se negativo, o valor a ela correspondente deverá ser diminuído do Preço.”

62. Como se verifica, a efetiva determinação do preço de compra e venda das ações também é dependente da Reestruturação Societária, verdadeiro antecedente lógico para a realização do negócio pretendido pelas partes. Logo, tal como ocorre com a *res*, a falta de acordo sobre os elementos categoriais inderrogáveis das operações societárias em que consistiria a Reestruturação Societária projeta inegável consequência sobre o *pretium*, de tal modo que é possível falar de parâmetros para a negociação do preço, mas falta a meu ver acordo sobre o preço. Não se trata de uma mera quantificação de uma variável determinável – a fixação do Capital Circulante Líquido somente existirá após a Reestruturação Societária, cujo resultado dependeria de efetiva negociação dos elementos entre as Partes.

63. Logo, de acordo com essa primeira observação, não se pode afirmar que exista acordo entre as partes sobre o elemento preço, o que justificaria a qualificação do MoU como contrato preliminar. Na ausência de acordo sobre esses elementos, o MoU não é contrato preliminar.

64. Uma segunda observação que normalmente se reporta ao elemento preço é conveniente, e relaciona-se à *due diligence*. Como visto anteriormente, a função dessa etapa investigatória é reduzir a assimetria de informações entre vendedor e comprador. É com base nessas informações que, de acordo com a *praxis* desses negócios, continua-se a negociação do preço e a alocação de riscos do contrato definitivo.

65. Pois bem. O MoU não estabelece qualquer disposição relativa ao ajuste do preço de compra e venda das ações da Indústria “D” em razão dos resultados da *due diligence*. Esse ajuste, contudo, deriva dos usos nesse tipo de contratação, como já demonstrado anteriormente

66. De acordo com o item 2.1.1.5 do MoU, as partes anteciparam a obrigação dos vendedores indenizarem o comprador por perdas decorrentes da materialização de contingências. Além disso, no item 2.3.1 do MoU, foi estabelecida uma previsão no sentido de que, após a discussão entre as Partes para a compreensão, quantificação e estimativa de prazo de materialização das contingências, seriam instituídas garantias para cobrir as contingências.

67. Essa era uma condição estabelecidas pelas partes e que, ao que indicam os documentos que me foram apresentados, sobre ela não existiu acordo. Portanto, o que se infere é que não houve acordo sobre as garantias porque as partes discordaram dos riscos identificados no processo de *due diligence*.

68. De acordo com o relato da Consulente, a discordância se deu em razão de contingências tributárias decorrentes, principalmente, da adoção de uma estrutura de uma série de sociedades optantes pelo regime de tributação pelo SIMPLES. Há uma importante divergência entre as partes sobre a percepção dos riscos relativos à essa contingência, de tal monta que a Consulente não concorda em continuar a negociação pela referência de preço estabelecida no MoU. Em razão disso, não se chegou a iniciar as negociações acerca das garantias para o cumprimento da obrigação de indenizar dos vendedores, o que é uma condição essencial nesse tipo de contratação.

69. Ora, admitir que há consenso acerca do elemento preço, nessas condições, implicaria também sustentar que seria possível a execução específica da obrigação de celebrar o contrato definitivo, sem que houvesse acordo sobre uma das condições fundamentais do negócio: a garantia para o cumprimento da obrigação de indenizar as perdas decorrentes da materialização das contingências.

70. Logo, falta ao MoU os elementos necessários para a sua qualificação como contrato preliminar de compra e venda de participação societária.

71. Por fim, no que diz respeito ao acordo de acionistas, este refere-se a um acordo parassocial que se reporta às ações de determinada companhia. Logo, é pressuposto para sua celebração a existência das referidas ações. No caso, ainda que exista uma previsão no MoU de disposições que deveriam estar incluídas no acordo de acionista (item 3), as ações que serão objeto deste contrato parassocial somente seriam criadas com a implementação da Reestruturação Societária e do aumento de capital da Indústria “D”.

72. Nessas condições, é inafastável a conclusão de que o antecedente lógico da contratação almejada pelas partes era a implementação da Reestruturação Societária. As operações societárias compreendidas nessa definição deveriam ser acordadas pelas partes, na medida em que elas definiriam a sociedade da qual as partes participariam. Sem acordo sobre os elementos categoriais inderrogáveis das operações compreendidas na Reestruturação Societária – já que isso determinaria a efetiva feição da sociedade entre as partes – não é possível vislumbrar qualquer contrato preliminar.

73. É em razão da prática desse tipo de contratação, normalmente complexo – tal como a operação almejada pelas partes –, que se compreende a inserção de cláusula nos memorandos de entendimentos, de acordo com a qual esse documento não constitui uma obrigação de concluir o negócio definitivo.

74. Portanto, o MoU não é um contrato preliminar e não criou obrigação das partes de concluir os contratos definitivos.

5. INEXISTÊNCIA DE RESPONSABILIDADE PELA RUPTURA DAS NEGOCIAÇÕES

75. A Consulente também indaga a respeito da verificação de sua responsabilidade pela ruptura das negociações disciplinadas pelo MoU, em razão de ser uma pretensão que foi deduzida posteriormente pelas Requerentes, na Arbitragem.

76. Há um ponto a ser anotado, preliminarmente: pelo que me foi relatado, e de acordo com os documentos apresentados, a Consulente não rompeu as tratativas. Pelo contrário: diante dos resultados da *due diligence*, continuou as negociações, mas buscou a alteração do preço, como se lê do e-mail juntado como documento “RTC”, que os Sócios “A” e as Sociedades “B” denominam “e-mail quebra do MOU”.

77. Logo, não se pode propriamente falar em responsabilidade pela *ruptura*. A rigor, foram os Sócios “A” que encerraram as negociações. Somente poderia se cogitar uma ruptura por parte da Consulente se também se considere que (i) a Consulente se vinculou a contratar pelo preço ajustado – o que não me parece o caso; ou (ii) a negociação do preço, em si, é um ato de ruptura – que também não consigo qualificar como tal, na medida em que não identifique abuso, mormente em razão dos achados da *due diligence*.

78. De todo modo, passo a analisar a questão inserida no capítulo da responsabilidade pré-contratual. Apesar de não possuir expressa disciplina legal, a doutrina³⁵ e jurisprudência³⁶ reconhecem a responsabilidade pré-contratual, principalmente no que diz respeito à ruptura das tratativas³⁷. Ainda que se tenha alguma discussão a respeito do fundamento dessa responsabilidade pré-contratual, sustenta-se que sua força normativa deriva do princípio da boa-fé objetiva, que se estende também para a fase pré-contratual.³⁸

35 Por todos, ver ZANETTI, Cristiano de Souza. *Responsabilidade pela ruptura das negociações*. São Paulo: Editora Juarez de Oliveira, 2005.

36 P. ex., STJ, REsp nº 1.367.955-SP, 3ª T., rel. Min. Paulo de Tarso Sanseverino, v.u., j. 18.03.2014, DJE 24.03.2014; STJ, REsp nº 1.051.065-AM, 3ª T., rel. Min. Ricardo Villas Bôas Cueva, v.u., j. 21.02.2013, DJe 27.02.2013.

37 MARTINS-COSTA, Judith. *A Boa-Fé no Direito Privado: critérios para a sua aplicação*. São Paulo: Marcial Pons, 2015, p. 418

38 Enunciado 25 da 1ª Jornada de Direito Civil do CJF (“Art. 422: o art. 422 do Código Civil não inviabiliza a aplicação pelo julgador do princípio da boa-fé nas fases pré-contratual e pós-contratual”); Enunciado 170 da 3ª Jornada de Direito Civil (“Art. 422: A boa-fé objetiva deve ser observada pelas partes na fase de negociações preliminares após a execução do contrato, quando

79. A referência à boa-fé objetiva reporta-se à tutela da confiança³⁹. Com isso não se quer dizer, evidentemente, que em todo e qualquer processo de negociação as partes, por incidência da boa-fé objetiva, estariam obrigadas a praticar todos os atos necessários à conclusão de um contrato. Como corolário da autonomia privada, a possibilidade de abandonar as negociações é tutelada pelo direito.

80. A questão surge quando uma das partes incute na outra a legítima expectativa de que o contrato será celebrado e, sem uma razão que justifique, abandona as negociações⁴⁰. Assim, surgiria o dever de indenizar, com fundamento no artigo 927, *caput*, do Código Civil, na medida em que o exercício do direito de romper as negociações é considerado abusivo (Código Civil, artigo 187), porque (i) criou-se a legítima expectativa na outra parte que o contrato seria celebrado; e (ii) não há justa razão para que a parte efetivamente ponha fim às tratativas⁴¹.

81. Logo, para além de se verificar se a conduta gerou o dano, há que se verificar a criação da legítima expectativa e ausência de motivo justo.

82. Na tentativa de dar concretização a termos de extensa abrangência semântica, Judith Martins-Costa fornece a seguinte caracterização:

“Para caracterizar-se o recesso injustificado há de existir, portanto, um “investimento de confiança”, traduzido na legítima expectativa de ser a negociação conduzida segundo os parâmetros da probidade, da

*tal exigência decorrer da natureza do contrato.”); VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc; SZTAJN, Rachel. *Direito Comercial: Teoria Geral do Contrato. Fundamentos da Teoria Geral do Contrato*. Vol. 4, 2ª ed. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2014, p. 351-352*

39 MARTINS-COSTA, Judith. *A Boa-Fé no Direito Privado: critérios para a sua aplicação*. São Paulo: Marcial Pons, 2015, p.420-421

40 “A responsabilidade pré-contratual não decorre do fato de a tratativa ter sido rompida e o contrato não ter sido concluído, mas do fato de uma das partes ter gerado à outra, além da expectativa legítima de que o contrato seria concluído, efetivo prejuízo material.” STJ, REsp nº 1.051.065-AM, 3ª T., rel. Min. Ricardo Villas Bôas Cueva, v.u., j. 21.02.2013, DJe 27.02.2013.

41 ZANETTI, Cristiano de Souza. *Responsabilidade pela ruptura das negociações*. São Paulo: Editora Juarez de Oliveira, 2005, p. 143 (“O novo Código Civil, em seu art. 187, acolhe expressamente a boa-fé como critério para que se possa definir a ilicitude da ruptura das negociações, correspondendo, assim, à melhor orientação doutrinária e harmonizando-se com os ordenamentos normalmente utilizados como padrão de referência. Pode-se afirmar, portanto, que a boa-fé é, com efeito, o verdadeiro critério para definir o abuso do direito no Brasil, servindo, conseqüentemente, para que se possa determinar quando a ruptura das negociações deve ser tida por ilícita.”); MARTINS-COSTA, Judith. *A Boa-Fé no Direito Privado: critérios para a sua aplicação*. São Paulo: Marcial Pons, 2015, p. 419 (“Verifica-se o rompimento imotivado das negociações (também dito injusto recesso, recesso imotivado ou expressões similares) quando uma das partes, por seu comportamento, suscita na outra a certeza de que o negócio em tratativas será efetivamente concluído e posteriormente, sem motivo justo (“justa causa”), abandona as negociações. Nesse caso, um ato em si mesmo lícito, qual seja, o ato de não declarar vontade de contratar, apresenta-se, na situação concreta, como um ato desleal, contrário ao dever de agir com lealdade e consideração pelos bens e interesses do parceiro, tal qual comanda a boa-fé objetiva”).

seriedade de propósitos, e comprovável por meio de elementos objetivos e objetiváveis, racionalmente apreensíveis. Para que se produza a confiança, é evidentemente necessário que as negociações existam, que esteja em desenvolvimento uma atividade comum das partes, destinada à concretização do negócio. (...) E para que tal confiança seja qualificada como legítima, deve fundar-se em dados concretos, inequívocos, avaliáveis segundo critérios objetivos e racionais.”⁴²

83. Logo, o primeiro passo a ser dado para a análise da existência de responsabilidade da Consulente pela ruptura das negociações é verificar se foi criada a legítima expectativa dos Sócios “A” e Sociedades “B” que os contratos definitivos seriam celebrados. Como visto, essa expectativa legítima tem que ser objetivamente verificada, isto é, deve ser de tal sorte que outros agentes, atuantes naquele setor e na mesma situação, também compartilhariam da mesma expectativa.

84. Para tanto, é necessário relembrar o contexto dessas negociações. Como referido anteriormente, as operações de compra e venda de participações societárias são de considerável complexidade, de tal sorte que o comum é que se desenvolva um processo negocial, no qual as partes de fato desejam contratar. Mas, não obstante, desta intenção não se extrai o efeito de se constituir uma obrigação de contratar⁴³.

85. Além disso, é comum – e ocorreu no presente caso – que os memorandos de entendimentos incluam uma disposição pela qual as Partes declaram que não se obrigam a celebrar os contratos definitivos. Por fim, em razão da grande assimetria de informação, o processo de *due diligence* constitui uma etapa que possibilita o comprador reavaliar as condições segundo as quais pretende continuar com as negociações – ou se pretende interrompê-las.

42 MARTINS-COSTA, Judith. *A Boa-Fé no Direito Privado: critérios para a sua aplicação*. São Paulo: Marcial Pons, 2015, p. 421-422

43 Circunstância, inclusive, reconhecida pelo Judiciário. Ver TJ/SP, Ap. Civ. 9129816-67.2009.8.26.0000, 1ª Câmara de Direito Privado, rel. Des. Alcides Leopoldo e Silva Junior, v.u., j. 26.08.2014 “INDENIZAÇÃO – Aquisição de Empresa – A aquisição (takeover) é a compra total ou parcial do capital de uma empresa por outra. No caso em questão a aquisição seria amigável, mas, também, pode ser hostil (empresas de capital aberto), destacando-se que ocorre pela compra da maioria das ações ou quotas sociais, ou sua totalidade, adquirindo, conseqüentemente, seu controle, mas assumindo seu ativo e passivo, ou, pela compra dos ativos líquidos da empresa, incluindo o goodwill, e não das ações ou quotas – Negociações prévias – Na aquisição de empresas denota-se três fases bem definidas: a due diligence, a negociação e a integração – Mútuo consentimento – Requisito fundamental para a formação e existência do contrato – Fase pré-contratual que, não obstante a longa e complexa tratativa, não obriga à negociação, se as partes não estiverem de acordo com os seus termos, dentre eles o preço, admitindo-se a desistência imotivada – Inexistência de responsabilidade por danos materiais e moral – Honorários advocatícios – Redução – Recurso provido em parte” (g.n.)

86. Assim, todos os elementos indicam que a expectativa objetivamente apreciável é que não existia a obrigação de celebrar os contratos definitivos. Essa expectativa somente se alteraria se houvesse uma substancial alteração da conduta da Consulente, posteriormente à celebração do MoU. Pelos documentos apresentados, não é possível afirmar que houve uma modificação substancial na conduta da Consulente de modo a criar nos Sócios “A” e nas Sociedades “B” uma expectativa diametralmente oposta àquela estabelecida no MoU⁴⁴.

87. Além disso, não se pode ter como sem causa a conduta da Consulente. A sua posição de propor uma redução do preço, sem a qual não subsistiria o interesse em manter as tratativas, decorre de um achado da *due diligence*, de acordo com o qual a principal referência para a precificação da participação, o EBITDA de 2015, foi ajustado em valor 30% menor ao informado pelos Sócios “A” e pelas Sociedades “B”, além de ter sido identificado um risco tributário considerável em razão da estrutura societária adotada no grupo alvo.

88. De fato, houve um desacordo entre a Consulente e os Sócios “A” e Sociedades “B” sobre a apreciação desse risco, sendo que não verifiquei manifestação acerca da redução do EBITDA. Todavia, essa circunstância não é suficiente para qualificar a conduta da Consulente como uma ruptura sem justa causa: sua decisão baseou-se nos achados da *due diligence*, conduzida por assessores especializados. Assim, confiou no julgamento de um *expert* para tomar a decisão de sugerir uma mudança no preço de aquisição, em razão do risco identificado.

89. Ora, ainda que os Sócios “A” não concordem com a avaliação dos assessores que realizaram a *due diligence*, não há nenhum indício sequer, que me tenha sido apresentado, para desqualificar, por completo, a avaliação promovida pelos assessores da Consulente, a qual serviu de supedâneo para sua decisão de não continuar as negociações com base no preço indicado no MoU.

44 MARTINS-COSTA, Judith. *A Boa-Fé no Direito Privado: critérios para a sua aplicação*. São Paulo: Marcial Pons, 2015, p. 420 (“Se os negociantes sabem (ou devam razoavelmente saber) que as negociações poderão ser rompidas a qualquer tempo por qualquer dos sujeitos envolvidos, não se justifica alegar investimento de confiança em que as mesmas prosseguiriam até culminar na conclusão do contrato. Assim, para a configuração em concreto de uma situação de ruptura indevida, é preciso analisar com cuidado os dados de fato, bem como os usos do negócio e as práticas até então seguidas pelos negociadores. Caberá considerar, na formação do raciocínio, entre outros elementos, (a) como se desenvolvia o relacionamento contratual; (b) eventual habitualidade do procedimento concretizando, assim, prática adotada pelas partes ou uso do tráfico jurídico; (c) a eventual pendência de condições; (d) outros elementos que evidenciem a potencialidade do comportamento da parte demandada a criar para o rompimento, cabendo lembrar que “a exigência de prova deve ser adequada às circunstâncias do negócio e às condições.

90. Logo, diante dos elementos que me foram apresentados, a conduta da Consulente, caso seja entendida como ruptura das negociações, certamente é qualificada como uma recusa justificada, isto é, suportada por uma avaliação decorrente do processo de *due diligence*, que tem exatamente como objetivo a redução da assimetria de informações entre vendedores e comprador, possibilitando que este último obtenha subsídios para tomar uma decisão consciente a respeito da continuação do negócio pretendido.

91. Assim, não é possível afirmar a responsabilidade da Consulente pela ruptura das negociações, uma vez que não foi criada expectativa legítima de conclusão dos contratos definitivos, bem como sua decisão de não continuar a negociação nos termos originalmente vislumbrados tem justificativa, consistente nos achados da *due diligence*.

6. AUSÊNCIA DE VIOLAÇÃO DA CLÁUSULA DE CONFIDENCIALIDADE

92. Por fim, resta a questão de saber se a divulgação da negociação tendente à realização da operação entre as partes, bem como das informações sobre as Sociedades “B” ao Senhor “X” configura violação à cláusula de confidencialidade constante do MoU.

93. A Consulente esclarece que o Senhor “X” foi indicado aos Sócios “A” e Sociedades “B” como potencial diretor financeiro da sociedade que resultaria da reorganização societária projetada no MoU. Dentre os documentos que me foram apresentados, o único documento que serviria de prova dessa alegação dos Sócios “A” e Sociedades “B” é o e-mail do próprio do Senhor “X”, referido como documento “XYZ” nos autos da Arbitragem.

94. A Cláusula 5 do MoU, que trata da obrigação de confidencialidade, tem a seguinte redação:

“5. Confidencialidade do MOU.

5.1. As Partes manterão o caráter confidencial de quaisquer informações trocadas no âmbito do presente MOU, inclusive, sem limitação, todos os dados e informações obtidos previamente à celebração do presente MOU e para a efetivação da Operação.

5.2. Não serão consideradas informações confidenciais para fins do presente MOU as informações que: (i) sejam desenvolvidas de forma independente por uma Parte ou não sujeitas à confidencialidade e recebidas legalmente de outra fonte que tenha o direito de fornecê-las;

(ii) se tornem disponíveis ao público sem violação do presente MOU; (iii) na data de divulgação a uma Parte eram conhecidas por este e não estando sujeitas à confidencialidade, conforme comprovado por documentação em seu poder; (iv) a outra Parte concorde, por escrito, estarem livre de tais restrições; ou (v) devam, atualmente ou no futuro, ser divulgadas conforme prescrito pela lei aplicável (fato acerca do qual as Partes receberão aviso e oportunidade para tentar restringir a divulgação) ou por força de decisão judicial. Nenhuma das Partes ficará obrigada a dar acesso às informações confidenciais nesta Cláusula 5 a qualquer pessoa que não se obrigue por escrito, antes de obtenção de tal acesso, a manter seu caráter confidencial, inclusive, mas sem limitação, conselheiros, diretores, empregados, representantes e agentes das Partes em questão.

5.3. A obrigação de confidencialidade prevista na presente Cláusula 5 permanecerá em pleno vigor pelo prazo de 2 (dois) anos contados da assinatura do presente MOU ou se de outra forma estipulado nos Documentos Definitivos.

5.4. Caso qualquer Parte descumpra as obrigações de confidencialidade previstas nesta Cláusula 5, tal parte infratora responderá por perdas e danos causados à outra Parte.”

95. A obrigação de confidencialidade, contraída pela celebração do MoU, tem como escopo as informações trocadas em razão da operação que se pretendia celebrar. O seu inadimplemento faz surgir o dever de indenizar caso exista dano experimentado pela parte decorrente diretamente da violação dessa obrigação de confidencialidade.

96. Em primeiro lugar, observa-se que não há qualquer indicação nos documentos que me foram apresentados, inclusive as manifestações escritas dos Sócios “A” e Sociedades “B”, de prejuízos que tenham sofrido em razão do alegado inadimplemento da obrigação de confidencialidade. Como a obrigação de indenizar é a consequência que as partes atribuíram ao inadimplemento da obrigação de confidencialidade, não havendo dano, eventual violação da cláusula 5 do MoU não tem qualquer repercussão.

97. Em segundo, o e-mail do Senhor “X” não indica uma efetiva violação da cláusula de confidencialidade. Trata-se de encaminhamento de currículo e pedido para agendamento de entrevista, por recomendação de pessoa ligada à Consulente, para a posição de diretor financeiro da Indústria “D”.

98. Não há, nesse e-mail, indicação de que qualquer informação confidencial, de acordo com a cláusula 5 do MoU, tenha sido revelada ao Senhor "X" pela Consulente, tampouco é possível afirmar que a própria negociação tenha sido revelada.

99. De toda sorte, é comum nesse tipo de transação que os potenciais sócios discutam sobre os executivos que se encarregarão da administração da sociedade. Isso, por si só, não se caracteriza como violação à Cláusula 5 do MoU, tampouco pode se vislumbrar que prejuízo decorreria desse fato.

100. Nessas condições, entendo que não me foi apresentado qualquer elemento que possa afirmar a violação da Cláusula 5 do MoU.

III. RESPOSTAS AOS QUESITOS

101. Diante de todo o exposto, respondo aos quesitos formulados:

- (1) A celebração do MoU obrigou as partes a concluírem os negócios definitivos com os quais estabelecer-se-ia a sociedade entre os Sócios "A", as Sociedades "B" e a Consulente?

Não. A celebração do MoU não obrigou as partes a concluírem os negócios definitivos. A Cláusula 8.1 é expressa no sentido de que a celebração do MoU "... não cria qualquer obrigação para as Partes de realizar a Operação nos termos deste MOU".

- (2) O MoU pode ser qualificado como um contrato preliminar, nos termos do artigo 462 do Código Civil?

Não. O MoU não pode ser qualificado como contrato preliminar porque não possui os elementos categoriais inderrogáveis dos contratos definitivos almejados, além de ter como pressuposto lógico insuperável a conclusão a contento da reorganização societária antecipada no próprio MoU.

- (3) Qual o objetivo e função da *due diligence* nas operações de compra e venda de participação societária?

A função da *due diligence*, nas operações de compra e venda de participação societária, é reduzir a assimetria informacional a respeito das sociedades alvos existente entre potencial comprador e vendedor, além de subsidiar uma alocação de riscos decorrente

da materialização de contingências relacionadas a fatos da administração anterior à conclusão da venda e compra.

- (4) Em razão dos resultados da *due diligence*, é lícito às partes renegociar as bases ajustadas no MoU?

Sim. Com o resultado da *due diligence*, o potencial comprador reduz a assimetria de informação e tem condições de negociar com mais propriedade os seus interesses. Essa é, aliás, a prática nesse tipo de contratação. A renegociação é, pois, lícita.

- (5) É possível afirmar a responsabilidade da Consulente pela ruptura das negociações?

Não. Os requisitos para a caracterização da responsabilidade pré-contratual decorrente da ruptura das negociações não estão presentes. A Consulente não abandonou as negociações, não foi criada a legítima expectativa na conclusão dos negócios jurídicos vislumbrados no MoU e a alteração da proposta anterior, no processo negocial, é justificada, em razão dos resultados da *due diligence* e da apuração do EBITDA.

- (6) O envio do e-mail pelo Senhor “X” representa uma violação à Cláusula 5 do MoU?

Não. Inexiste indicação de informações que tenham sido violadas e entrevista de potenciais administradores da sociedade que se pretendia entre a Consulente, os Sócios “A” e as Sociedades “B” é um fato corriqueiro nesse tipo de negociação.