

A (IN)EXISTÊNCIA DE DEVER DE REALIZAR *DUE DILIGENCE* EM OPERAÇÕES DE M&A À LUZ DO DIREITO BRASILEIRO

THE (IN)EXISTENCE OF A DUTY TO CONDUCT A DUE DILIGENCE IN M&A UNDER BRAZILIAN LAW

Rodrigo Salton Rotunno Saydelles *

RESUMO

Este artigo tem como objetivo analisar a existência de um dever de realizar *due diligence* em operações de fusões e aquisições (M&A). É discutida a importância e a função de uma *due diligence* no contexto de um *share deal* e se seria possível configurar um dever de realizar. Além disso, é analisado o papel desempenhado pelo dever de diligência no contexto societário e a aplicação da *Business Judgment Rule* como forma de resguardar a discricionariedade do administrador em tomar decisões negociais. Assim, verifica-se se poderia haver uma sobreposição entre o dever de diligência dos administradores de sociedade e a *due diligence* no contexto de uma operação de M&A que pudesse justificar a existência de um dever de conduzir antes da aquisição de uma companhia.

PALAVRAS-CHAVE

Due Diligence. Dever de Diligência. Fusões e Aquisições (M&A). *Business Judgment Rule*.

ABSTRACT

This article aims to analyse the existence of a duty to conduct a due diligence in corporate operations involving mergers and acquisitions (M&A). We discussed the importance and the function of a due diligence in the context of a share deal and if it could be understood as a duty. Furthermore, we analysed the role played by the duty of care in the corporate context and the application of the Business Judgement Rule in order to protect the administrator's discretion to make business decisions. Hence, we verified if there could be an overlap between the duty of care and the due diligence that could justify the existence of a duty to conduct it before acquiring a company.

KEYWORDS

Due Diligence. *Duty of Care*. *Mergers and Acquisitions (M&A)*. *Business Judgement Rule*.

SUMÁRIO

Introdução. 1. *Due Diligence*: noção e função. 2. Natureza Jurídica da *Due Diligence*. 3. Dever de Diligência dos Administradores: aspectos gerais. 4. Atos de Gestão e a *Business Judgment Rule*. Conclusão. Referências.

REFERÊNCIA: SAYDELLES, Rodrigo Salton Rotunno. A (in)existência de dever de realizar *due diligence* em operações de M&A à luz do direito brasileiro. *Res Severa Verum Gaudium*, v. 5, n. 2, Porto Alegre, p. 260-289, dez. 2020.

INTRODUÇÃO

O direito brasileiro apresenta forte recurso ao bartolismo jurídico, sendo frequente o apelo às soluções estrangeiras por imitação, cópia fiel ou por meio de inspiração para o desenvolvimento de institutos.¹ Esse processo se mostra especialmente forte nas operações de fusões e aquisições (M&A), no qual o modelo correntemente adotado no Brasil foi estruturado com marcante inspiração na prática estadunidense², cuja estrutura contratual foi exportada para

* Graduando em Direito pela Universidade Federal do Rio Grande do Sul – UFRGS.

¹FRADERA, Véra Jacob de. Informar ou não informar nos contratos, eis a questão! _____; MARTINS-COSTA, Judith (org.). *Estudos de Direito Privado e processo civil: em homenagem a Clóvis do Couto e Silva*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2014, p. 251.

²Sobre o papel do direito comparado na evolução do direito: DAVID, René. *Os grandes sistemas do direito contemporâneo*. 5ª ed. São Paulo: Martins Fontes, 2014, p. 7.

diversos países.³ Essa influência é perceptível tanto no padrão estrutural⁴ dos contratos quanto na linguagem e na forma de redigir as cláusulas.⁵

A partir da influência do liberalismo jurídico e da separação entre as esferas público e privada, pouco se admitia a interferência dos poderes do Estado nas relações jurídicas entre particulares, as quais deveriam se desenvolver sob a égide de ampla autonomia da vontade e do reconhecimento da igualdade entre as partes.⁶ No direito inglês vigora o princípio do “*caveat emptor*”, fazendo com que o exame das qualidades de um bem adquirido fosse de responsabilidade exclusiva do comprador.⁷ A noção de *caveat emptor* tem por origem uma concepção moral especial⁸, sendo um reflexo da força do liberalismo jurídico e econômico que marcou a evolução jurídico-social no mundo anglófono,⁹ radicado na doutrina do *laissez-faire*.¹⁰

Essa concepção particular de contratação está na base da adoção de práticas de acautelamento por parte do comprador. Decorrência da noção de “*caveat emptor*” ocorreu a popularização da prática de realizar *due diligence*, cuja raiz histórica remonta ao *Securities Act* de 1933.¹¹ Com a propagação do modelo norte-americano de fusões e aquisições, a realização de *due diligence* também se propagou alhures. Contudo, ao chegar em sistemas pertencentes a

³PARGENDLER, Mariana; PORTUGAL GOUVÊA, Carlos. *As Diferenças entre Declarações e Garantias e os Efeitos do Conhecimento*, p. 10.

⁴Exemplo que ilustra a influência estadunidense na redação dos contratos é a grande extensão das declarações e garantias, que é derivada da *parol evidence rule* vigente alhures: “a regra de interpretação do ‘parol evidence rule’, que será examinada adiante, evidencia a importância da redação das declarações e garantias. Conforme esse preceito a redação contratual prevalece sobre quaisquer entendimentos anteriores mantidos durante a negociação do contrato. Essa regra explica de antemão o porquê de a redação das ‘representations and warranties’ nos contratos na *Common Law* serem tão extensas. Partindo da premissa que as partes não poderão levar em consideração sua intenção no momento de redigi-las, nem as informações prestadas anteriormente à celebração do contrato, tratam de retratar no contrato todas as informações que lhes serviram de base para a celebração do contrato”. (MENDES-MEDEIROS, Mariana. *Cláusulas de Declarações e Garantias nos Contratos Internacionais de Aquisição de Empresas ou de Ativos*. 292 f. Dissertação de Mestrado. Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. Orientador Prof. Dr. Luiz Olavo Baptista. São Paulo, 2006, p. 149)

⁵KALANSKY, Daniel; SANCHEZ, Rafael Biondi. *Sandbagging Clauses nas Operações de Fusões e Aquisições (M&A)*. In: Henrique Barbosa; Sergio Botrel (Orgs.). *Novos temas de Direito e Corporate Finance*. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 149.

⁶FRADERA, Véra Jacob de. Informar ou não informar nos contratos, eis a questão! _____; MARTINS-COSTA, Judith (org.). *Estudos de Direito Privado e processo civil: em homenagem a Clóvis do Couto e Silva*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2014, p. 241.

⁷BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. *Compra e Venda de Participações Societárias de Controle*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 323.

⁸FRADERA, Véra Jacob de. Informar ou não informar nos contratos, eis a questão! _____; MARTINS-COSTA, Judith (org.). *Estudos de Direito Privado e processo civil: em homenagem a Clóvis do Couto e Silva*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2014, p. 236.

⁹FRADERA, Véra Maria Jacob. Dano pré-contratual: uma análise comparativa a partir de três sistemas jurídicos, o continental europeu, o latino-americano e o americano do norte. *Revista de Informação Legislativa*, Brasília, v. 136 p. 169-180, 1997, p. 172

¹⁰ATIYAH, Patrick Selim. *An Introduction to the Law of Contract*. 5ª ed. Oxford: Clarendon Press, 1995, 7-8.

¹¹ABLA, Maristela Sabbag. Sucessão Empresarial – Declarações e Garantias – o Papel da Legal Due Diligence. In: DE CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; DE ARAGÃO, Leandro Santos (Coords.). *Reorganização Societária*. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 115-116; BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. *Compra e Venda de Participações Societárias de Controle*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 346.

outras famílias de direito,¹² há de se ponderar os problemas e as questões próprias que se colocam à luz do ordenamento que recebe determinada prática ou instituto – dificuldade típica associada aos transplantes jurídicos.¹³

Portanto, o objetivo do presente trabalho é analisar se seria possível considerar existente no direito brasileiro um dever jurídico de realizar a *due diligence*. Especificamente, se os administradores de uma sociedade que está em uma posição de compradora em operação de M&A – seja um *share deal* ou um *asset deal* – estão sujeitos a um dever legal de realizar uma *due diligence* em momento prévio à operação.

Para tanto, primeiramente, analisa-se em termos gerais a prática de *due diligence* e sua função em uma operação de M&A. Em seguida, passa-se a analisar se – em abstrato – haveria um dever jurídico de realizar *due diligence*, independentemente se o comprador for pessoa física ou jurídica. Posteriormente, foca-se nos contornos gerais do dever de diligência dos administradores de sociedades, com o objetivo de constatar se esse poderia ser substrato de uma imposição da auditoria prévia quando a sociedade administrada age enquanto compradora em operação de M&A. Por fim, antes da apresentação da conclusão, pondera-se o papel da *business judgment rule* e sua atuação em conjunto com o dever de diligência dos administradores.

1 DUE DILIGENCE: NOÇÃO E FUNÇÃO

A *due diligence* consiste em uma investigação, abarcando características legais, organizacionais, financeiras, dentre outras.¹⁴ A realização de uma *due diligence* tem o objetivo a melhor compreensão do negócio, o aumento da possibilidade de acerto em relação à operação e a melhor avaliação dos riscos envolvendo o negócio.¹⁵

Em síntese, a *due diligence* é meio apto para garantir que o adquirente das participações societárias busque obter informações para formar o seu consentimento¹⁶, permitindo a quantificação de contingências jurídicas, financeiras e contábeis de forma a racionalizar os

¹²Em relação à circulação de modelos jurídicos e à noção de famílias de direito, PARGENDLER, Mariana. The Rise and Decline of Legal Families. *American Journal of Comparative Law*, vol. 60, no. 4, p. 1043-1074, 2012, p. 1073-1074.

¹³SCHWEITZER, Heike. Private legal Transplants in Negotiated Deals. *European Company and Financial Law Review*, 2007, p. 79-125, p. 81-82.

¹⁴GREZZANA, Giacomo. *A Cláusula de Declarações e Garantias em Alienações de Participações Societárias*. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 283.

¹⁵COUTINHO, Sérgio Mendes Botrel. *Fusões e Aquisições*. São Paulo: Saraiva, 2016, p. 244.

¹⁶GREZZANA, Giacomo. *A Cláusula de Declarações e Garantias em Alienações de Participações Societárias*. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 283.

riscos.¹⁷ Em verdade, o processo de *due diligence* está associado à promoção de busca por informações necessárias sobre a sociedade-alvo, visando a existência de uma decisão de investimento bem informada, identificando-se potenciais “*deal-breakers*”, e colocando o adquirente em uma posição negocial mais vantajosa para negociar ou ajustar o preço do negócio.¹⁸

A *due diligence* reflete um momento em que há cooperação entre as partes¹⁹ para a troca de informações:²⁰ enquanto a parte que deseja as informações indica à contraparte elementos necessários para formar o seu convencimento – evitando buscas infundáveis por informações – esta fornece tais elementos, concretizando o seu dever de informar.²¹ Ao mesmo tempo em que permite ao adquirente receber informações acerca da sociedade objeto, é certo que a solicitação de informações possibilita que o alienante passe a saber quais são os aspectos acerca dos quais o adquirente está preocupado em conhecer.²²

Assim, o ato de solicitar informações revela uma álea de preocupação, a qual serve para delimitar e para conformar o dever de informar pré-contratual do alienante. Essa visão cooperativa acerca do procedimento de *due diligence* é perfeitamente compatível com os deveres derivados da boa-fé, dos quais decorrem um mandamento de conduta que engloba todos que participam do vínculo obrigacional, criando um elo de colaboração em face do objetivo comum.²³

¹⁷ABLA, Maristela Sabbag. Sucessão Empresarial – Declarações e Garantias – o Papel da Legal *Due Diligence*. In: DE CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; DE ARAGÃO, Leandro Santos (Coords.). *Reorganização Societária*. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 115.

¹⁸GREZZANA, Giacomo. *A Cláusula de Declarações e Garantias em Alienações de Participações Societárias*. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 284.

¹⁹Em posição minoritária, Ricardo Lupion sustenta que “especificamente em relação aos contratos de aquisição de empresas, o dever de cooperação resta sensivelmente mitigado pela *due diligence*” e (GARCIA, Ricardo Lupion. *Boa-fé objetiva nos contratos empresariais: contornos dogmáticos dos deveres de conduta*. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 2011, p. 169) e “práxis empresarial da *due diligence*, além de atenuar o dever de proteção e cuidado com a pessoa e o patrimônio da contraparte, na medida em que impõe à empresa compradora o ônus de investigar os dados relevantes da operação, também mitiga o dever de cooperação da empresa vendedora” (GARCIA, Ricardo Lupion. *Boa-fé objetiva nos contratos empresariais: contornos dogmáticos dos deveres de conduta*. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 2011, p. 172). Sobre o vínculo entre o dever de cooperação e a troca de informações no âmbito do direito contratual, KUYVEN, Luiz Fernando Martins. *Cooperação como princípio diretor dos contratos: a lição dos acordos de acionistas*. In: _____. *Temas essenciais de direito empresarial: estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa*. São Paulo: Editora Saraiva, 2012, p. 781 ss.

²⁰“O sucesso da *due diligence* depende da cooperação das partes, não só do vendedor, quanto ao fornecimento das informações, documentação e prestação das declarações, mas também do comprador, em como apurar e mensurar o impacto destas informações na negociação de forma ética” (ABLA, Maristela Sabbag. *Sucessão Empresarial – Declarações e Garantias – o Papel da Legal Due Diligence*. In: DE CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; DE ARAGÃO, Leandro Santos (Coords.). *Reorganização Societária*. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 120).

²¹GREZZANA, Giacomo. *A Cláusula de Declarações e Garantias em Alienações de Participações Societárias*. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 245.

²²GREZZANA, Giacomo. *A Cláusula de Declarações e Garantias em Alienações de Participações Societárias*. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 287.

²³COUTO E SILVA, Clóvis do. *A Obrigação como Processo*. Rio de Janeiro: FGV Editora, 2006, p. 33.

Porém, é possível que o processo de solicitação de informações envolva procedimento menos solene e complexo do que a realização de uma *due diligence*, a depender do tamanho, do porte e das dificuldades associadas à operação.²⁴ Fato é: não existe um padrão único que possa ser seguido em todos os casos, nem uma lista perfeita e acabada acerca de quais as informações que são essenciais de serem avaliadas, e nem qual deve ser o nível de aprofundamento e divulgação:²⁵ em célebre frase de Steven Bainbridge, “*there is no cookbook for due diligence*”.²⁶

Entretanto, em regra, pode-se observar na *due diligence* quádrupla função nas operações de M&A:²⁷ (i) função formativa, associada à providência de informações completas para a formação da vontade negocial das partes; (ii) função valorativa, atrelada à quantificação do preço de compra a ser pago; (iii) função probatória, assegurando documentação dos fluxos informativos existentes entre as partes e (iv) função garantística, permitindo ao comprador examinar o objeto negocial.

A importância de acautelamento em sede de compra e venda de participações societárias foi objeto de debate no caso da PREON Restaurante. Nesse caso, o Tribunal de Justiça de São Paulo se manifestou no sentido de que “*não se admite que os autores, empresários que ingressam na sociedade, não tenham previamente verificado as suas contas e se certificado das condições econômicas da empresa.*”²⁸ Ainda, seria expectável que fossem tomadas as “*diligencias necessárias para se informar acerca da situação financeira da sociedade.*”²⁹ De

²⁴Em exemplo ilustrativo: “Afim, não se pode exigir do adquirente de uma padaria que contrate grandes empresas de auditoria contábil ou escritórios de advocacia para realizar ampla *due diligence* em todas as áreas da sociedade”. (GREZZANA, Giacomo. *A Cláusula de Declarações e Garantias em Aliações de Participações Societárias*. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 258).

²⁵ABLA, Maristela Sabbag. Sucessão Empresarial – Declarações e Garantias – o Papel da Legal *Due Diligence*. In: DE CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; DE ARAGÃO, Leandro Santos (Coords.). *Reorganização Societária*. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 119.

²⁶BAINBRIDGE, Stephen M. *Mergers and Acquisitions*. Thompson Reuters, 2012, p. 84

²⁷BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. *Compra e Venda de Participações Societárias de Controle*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 346. Na doutrina brasileira há também a classificação de Giacomo Grezzana acerca das funções exercidas por uma *due diligence*, que é materialmente idêntica àquela proposta por Gabriel Buschinelli. Grezzana distingue: (i) função de verificação da sociedade-alvo, na medida em que permite analisar se esta corresponde ao que o adquirente esperava e se é adequada ao fim que o adquirente tem em mente; (ii) função de apuração de valor, pois o adquirente confere a situação patrimonial da sociedade-alvo e forma uma base sobre a qual aplica a fórmula de cálculo do preço final, (iii) função de revelar os riscos, (iv) função de documentação, pois o alienante terá interesse em manter registro escrito das informações que forneceu à contraparte para exonerar-se de responsabilidade, ao passo que o administrador da sociedade adquirente terá interesse na documentação desse processo para comprovar sua diligência e que tomou a decisão de seguir (ou não) com a operação em posse de informações suficientes. (GREZZANA, Giacomo. *A Cláusula de Declarações e Garantias em Aliações de Participações Societárias*. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 284-285).

²⁸TJSP, Ap. n. 0035752-36.2010.8.26.0114, Rel. Des. Francisco Loureiro, j. 06.05.2011.

²⁹Destaca-se trecho do inteiro teor: “Segundo a farta prova testemunhal colhida em audiência, não há que se falar em erro ou vício de consentimento no contrato firmado. Tanto a testemunha Marco Cesar, contador do escritório de contabilidade, quanto a testemunha Fabio, gerente do banco Bradesco, confirmaram que os autores tiveram ciência

fato, é presumível que agentes econômicos devem diligenciar para obter as informações relevantes acerca de um negócio que estão à disposição a um custo razoável.³⁰

Em relação ao momento de realização, a *due diligence* será conduzida conforme o pactuado pelas partes, embora seja comum que o seu início ocorra antes do fechamento, mas após as partes terem acordado em relação às bases da operação, em especial o preço.³¹ Igualmente, é comum que a assinatura de termo de confidencialidade preceda à *due diligence*. Em outros casos pode haver a realização de *due diligence* após a assinatura do contrato, quer seja no período entre *signing* e *closing*, quer seja no período pós-*closing*.³² A realização da *due diligence* nesse momento normalmente está relacionada à verificação de ajustes ao que foi pactuado.³³

Em termos de objeto, em um *share deal*, o escopo objetivo da *due diligence* abarca tanto o objeto imediato da operação (as participações societárias), quando informações acerca da própria sociedade e, ainda, dados acerca da atividade empresarial.³⁴ Por essa razão, o conhecimento advindo da *due diligence* permite a identificação das garantias contratuais que serão necessárias de serem exigidas.³⁵

Em termos subjetivos, a situação paradigmática é a do comprador realizando a *due diligence* na sociedade-alvo. Entretanto, há casos de *due diligence* cruzada, em que ambas as partes fazem reciprocamente uma *due diligence*, como ocorre especialmente em operações de fusão, incorporação, cisão ou permuta de ações.³⁶ Ainda, há situações em que pode ser realizada a *vendor due diligence*, que pode ocorrer em casos em que se pretenda “leiloar” a sociedade, evitando a multiplicação de procedimentos de auditoria por cada um dos potenciais compradores.

Em termos de escopo, é comum que a *due diligence* seja limitada à análise de documentos, pois a investigação *in loco* de todos os estabelecimentos pode ser econômica e

e acesso às informações da empresa previamente à realização do negócio.” (TJSP, Ap. n. 0035752-36.2010.8.26.0114, Rel. Des. Francisco Loureiro, j. 06.05.2011).

³⁰FORGIONI, Paula. *Contratos Empresariais: teoria geral e aplicação*. 2ª ed. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2016, p. 162.

³¹COUTINHO, Sérgio Mendes Botrel. *Fusões e Aquisições*. São Paulo: Saraiva, 2016, p. 245.

³²GREZZANA, Giacomo. *A Cláusula de Declarações e Garantias em Alienações de Participações Societárias*. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 283.

³³COUTINHO, Sérgio Mendes Botrel. *Fusões e Aquisições*. São Paulo: Saraiva, 2016, p. 244.

³⁴BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. *Compra e Venda de Participações Societárias de Controle*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 345.

³⁵GREZZANA, Giacomo. *A Cláusula de Declarações e Garantias em Alienações de Participações Societárias*. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 284.

³⁶COUTINHO, Sérgio Mendes Botrel. *Fusões e Aquisições*. São Paulo: Saraiva, 2016, p. 245.

temporalmente ineficiente.³⁷ Todavia, em certos casos, a realização de *due diligence* meramente documental pode levar à não percepção de defeitos evidentes associados à sociedade. Essa situação ocorreu no caso Alballoy Indústria e Comércio LTDA, em que a existência do defeito ambiental teria sido constatada com a inspeção *in loco*.³⁸ No caso, havia 50 toneladas de pó de filtro de manga depositados no estabelecimento, quantidade grande demais para ser passada despercebida na visão do tribunal.³⁹

A amplitude da *due diligence* pode sofrer diversas limitações de tempo, custo,⁴⁰ dificuldade de acesso à informação e outras questões de cultura empresarial, devendo os elementos de custo-benefício serem ponderados, adequando-se o tempo e o dispêndio financeiro.⁴¹ Embora não exista regra expressa, normalmente uma *due diligence* abrangerá aspectos contábeis, financeiros, patrimoniais, societários, contratuais, trabalhistas, fiscais, de propriedade intelectual e regulatórios – analisando-se a atividade operacional e não operacional, fazendo-se o diagnóstico legal da sociedade-alvo, levantando-se e quantificando-se passivos e contingências.⁴²

Quanto maior a quantidade de informação obtida, maior a precisão e melhores subsídios haverá para se realizar projeções de natureza financeira, econômica, jurídica e estratégica quanto ao negócio a ser adquirido.⁴³ Porém, por mais criteriosa e profunda que seja uma *due diligence*, é praticamente impossível a apreensão de todas as informações existentes e pertinentes à sociedade-alvo.⁴⁴ Há, imperiosamente, uma limitação inerente ao procedimento,

³⁷BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. *Compra e Venda de Participações Societárias de Controle*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 347.

³⁸TJSP, Apelação n. 0005025-55.2010.8.26.0224, Rel. Des. Pereira Calças, j. 29.7.2015.

³⁹No inteiro teor: “Sustentam, ainda, a necessidade de se realizar nova perícia, desta feita com escopo ambiental, de modo a verificar a toxicidade do material deixado para trás pelas rés quando da alienação da sociedade, no caso, mais de 50 toneladas de pó de filtro de manga. No mérito, alegam que estes resíduos sólidos inviabilizaram a continuidade das atividades sociais, haja vista a sua periculosidade e a infringência a regramentos administrativos-ambientais. Apontam que também por conta deste material não conseguiram renovar o contrato de locação do imóvel sede do estabelecimento, uma vez que condicionada a transferência de titularidade à sua retirada do interior do imóvel. [...] Sequer devem ter vistoriado as dependências físicas da sociedade, ou é certo que teriam constatado a existência de mais de 50 toneladas de pó de filtro de manga depositados em seu estabelecimento. A quantidade é muito grande e não poderia ter passado despercebida. No entanto, não cuidaram de regular a questão da responsabilidade ambiental no contrato.” (TJSP, Apelação n. 0005025-55.2010.8.26.0224, Rel. Des. Pereira Calças, j. 29.7.2015).

⁴⁰Sobre os custos de aquisição das informações: GILSON, Ronald J. *Value Creation by Business Lawyers: Legal Skills and Asset Pricing*. *Yale Law Journal*, vol. 94, no. 2, p. 239-314, 1984, p. 269-271.

⁴¹GREZZANA, Giacomo. *A Cláusula de Declarações e Garantias em Alienações de Participações Societárias*. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 291.

⁴²COUTINHO, Sérgio Mendes Botrel. *Fusões e Aquisições*. São Paulo: Saraiva, 2016, p. 245.

⁴³ABLA, Maristela Sabbag. *Sucessão Empresarial – Declarações e Garantias – o Papel da Legal Due Diligence*. In: DE CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; DE ARAGÃO, Leandro Santos (Coords.). *Reorganização Societária*. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 116.

⁴⁴GREZZANA, Giacomo. *A Cláusula de Declarações e Garantias em Alienações de Participações Societárias*. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 284.

razão pela qual a *due diligence* é um mero mecanismo mitigador das assimetrias informativas, sendo, porém, incapaz de neutralizar por completo o desnível informacional existente.⁴⁵

Em termos operacionais, a *due diligence* está relacionada a uma ritualística própria, havendo uma série de boas práticas cuja observância é recomendável, dentre as quais se destacam:⁴⁶ (i) a identificação de um interlocutor para atender aos esclarecimentos e entregar os documentos solicitados pela equipe de auditoria, (ii) formação de um *data room* para congregar as informações a serem trocadas, e, em relação a esse, que se determine (ii.a) pessoas que podem ter acesso, (ii.b) possibilidade de realização ou não de cópias de documentos, (ii.c) cronograma de trabalho de troca e análise de informações, (ii.d) método de solicitação de informações.

Em termos de resultado, é possível que as conclusões de uma *due diligence* fiquem registradas em um relatório. As informações obtidas durante a *due diligence* devem ser documentadas, podendo ter importância para eventual litígio futuro saber quais informações foram ou não transmitidas.⁴⁷ Por um lado, esse registro pode servir para a parte que recebe as informações de mostrar que lhe foram transmitidas informações falsas, manipuladas, omissas ou incompletas; por outro, da parte que transmite as informações, tais registro podem demonstrar a satisfação dos deveres informacionais.⁴⁸ Esse relatório pode servir de base para a elaboração das declarações e garantias⁴⁹, evidenciando a existência de um liame entre os procedimentos adotados na fase pré-contratual e a redação do contrato e a definição do escopo das obrigações a serem assumidas na fase contratual, clarificando a presença de um verdadeiro processo obrigacional.⁵⁰

Por fim, é de se reconhecer a importância do papel que a *due diligence* pode apresentar no contexto de uma operação de compra e venda de participações societárias. A redução das assimetrias informativas e a troca de conhecimentos orquestrada durante a *due diligence* é elemento estruturante das operações de fusões e aquisições, pois, como constatado por George Akerlof, a inexistência de mecanismos que possibilitem a mitigação de assimetrias informativas

⁴⁵GREZZANA, Giacomo. *A Cláusula de Declarações e Garantias em Aliações de Participações Societárias*. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 293.

⁴⁶COUTINHO, Sérgio Mendes Botrel. *Fusões e Aquisições*. São Paulo: Saraiva, 2016, p. 245-246.

⁴⁷ABLA, Maristela Sabbag. Sucessão Empresarial – Declarações e Garantias – o Papel da Legal *Due Diligence*. In: DE CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; DE ARAGÃO, Leandro Santos (Coords.). *Reorganização Societária*. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 117.

⁴⁸ABLA, Maristela Sabbag. Sucessão Empresarial – Declarações e Garantias – o Papel da Legal *Due Diligence*. In: DE CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; DE ARAGÃO, Leandro Santos (Coords.). *Reorganização Societária*. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 119.

⁴⁹GREZZANA, Giacomo. *A Cláusula de Declarações e Garantias em Aliações de Participações Societárias*. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 286.

⁵⁰COUTO E SILVA, Clóvis do. *A obrigação como processo*. Rio de Janeiro: Editora FGV, 2007, p. 17.

levaria à inviabilização dos mercados, deixando apenas os agentes mal preparados em atuação.⁵¹ A essencialidade da informação está na eliminação – ao menos parcial – da incerteza, possibilitando a tomada de decisões qualitativamente melhores.⁵²

Isso ocorre pelo fato de que, no âmbito da compra e venda de participações societárias, não há um dever do vendedor de entregar toda e qualquer informação sobre a sociedade, podendo-se apenas confiar que as informações efetivamente prestadas correspondam a realidade.⁵³ Não há um mecanismo jurídico que imponha uma osmose informacional e que leve de modo natural à igualdade de conhecimento entre os contratantes, razão pela qual os instrumentos de mitigação de assimetria informativa assumem máxima importância na contratação empresarial.

Analisada as noções gerais e as funções desempenhadas pela *due diligence* em uma operação de M&A, passa-se a analisar se seria possível constatar a existência de um dever geral e abstrato de a realizar.

2 NATUREZA JURÍDICA DA DUE DILIGENCE

A análise da existência de um “dever de realizar *due diligence*” passa pela busca da natureza jurídica da *due diligenece* em relação ao potencial comprador. Seria um ônus ou dever? Haveria um direito do interessado em realizar a *due diligence*? Ou, pelo contrário, a *due diligence* seria uma mera faculdade? É possível encontrar diversas explicações na doutrina.⁵⁴

Por um lado, Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho se posicionam no sentido de considerar a *due diligence* um costume comercial.⁵⁵ Giacomo Grezzana também refere a

⁵¹AKERLOF, George A. The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, v. 84, p. 488-500, 1970.

⁵²STAJN, Rachel. *Direito Societário e Informação*. In: Rodrigo Rocha Monteiro de Castro, Walfrido Jorge Warde Júnior e Carolina Dias Tavares Guerreiro (Coord.). *Direito Empresarial e outros estudos de Direito em Homenagem ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro*. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p. 225.

⁵³FORGIONI, Paula. *Contratos Empresariais: teoria geral e aplicação*. 2ª ed. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2016, p. 164.

⁵⁴Em sede de jurisprudência, é possível encontrar referências a “cautelas que integram os usos e costumes na aquisição de empresas” (TJSP, Ap. n. 0010622-35.2010.8.26.0020, Rel. Des. Francisco Loureiro, j. 22.06.2016).

⁵⁵COMPARATO, Fábio Konder; FILHO, Calixto Salomão. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*. 6ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014, p. 239.

existência de um costume comercial em operações de médio e grande porte,⁵⁶ reconhecendo dúvidas acerca da possibilidade dessa qualificação nas operações de pequeno porte.⁵⁷

Diversamente, Gabriel Buschinelli afirma que a *due diligence* é uma prática consolidada nas operações de fusão e aquisição, sendo raro que não seja realizada nenhum tipo de verificação ou validação das informações transmitidas pelo vendedor previamente à celebração do contrato.⁵⁸ Contudo, argumenta que representaria transposição demasiadamente simplista imaginar que a não realização de auditoria ou a delimitação a um escopo específico basta para concluir haver uma conduta negligente por parte do comprador.⁵⁹ Para Buschinelli, ainda não se poderia falar de uma consolidação da *due diligence* enquanto uso do tráfego negocial, vez que apesar de ser prática comum, a amplitude e a profundidade com que são conduzidas variam tanto que não há um mínimo denominador comum.

Uma terceira linha é sustentada por Fabiano Menke, para quem haveria um ônus da empresa compradora de realizar *due diligence*.⁶⁰ No mesmo sentido, Ricardo Lupion sustenta que “no âmbito jurídico a *due diligence* é ônus que cabe à parte compradora para identificar ativos e passivos.”⁶¹

É perceptível que há várias qualificações que se pode dar à *due diligence*. Porém, destaca-se a posição de Gabriel Buschinelli. O mérito da sua posição reside em mais bem se compatibilizar com a heterogeneidade existente em realização à prática de *due diligence*. De fato, a caracterização de um costume de *due diligence* enfrenta dificuldades como a falta de dados que permitam realmente identificar um costume ou um uso comercial.

A teoria da *due diligence* enquanto ônus parece ser mais acertada, porém, é possível constatar a existência de situações em que a *due diligence* não ocorra em um determinado caso por circunstâncias alheias à vontade do comprador, ou por não ser usual em um determinado

⁵⁶Nesse sentido, destaca-se trecho de julgado do Tribunal de Justiça do Rio Grande do Sul, revelando entendimento de que cuidados maiores são expectáveis considerando o porte da operação: “Ora, não se pode crer que alguém com a experiência do autor tenha realizado negócio de considerável proporção, sem investigar a situação financeira da empresa adequadamente, antes de se comprometer a assumir todas as obrigações pendentes.” (TJRS, Apelação n. 70022049811, Rel. Des. Paulo Antônio Kretzmann, j. 27.3.2008).

⁵⁷GREZZANA, Giacomo. *A Cláusula de Declarações e Garantias em Alienações de Participações Societárias*. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 285.-286

⁵⁸BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. *Compra e Venda de Participações Societárias de Controle*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 347.

⁵⁹BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. *Compra e Venda de Participações Societárias de Controle*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 351. A mesma posição é seguida por Giovana Benetti: BENETTI, Giovana. *Dolo no Direito Civil: uma análise da omissão de informações*. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 301.

⁶⁰MENKE, Fabiano. Arts. 104 a 185. In: NANNI, Giovanni Ettore (Coord.). *Comentários ao Código Civil: Direito Privado Contemporâneo*. São Paulo: Saraiva, 2018, p. 201.

⁶¹GARCIA, Ricardo Lupion. *Boa-fé objetiva nos contratos empresariais: contornos dogmáticos dos deveres de conduta*. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 2011, p. 169.

tipo de operação.⁶² Assim, pode-se concluir por conta do ônus de autoinformação, que, em certos casos, poderá haver um ônus de realizar *due diligence* para se informar. De outro lado, há situações que o ônus de autoinformação não necessariamente será satisfeito por *due diligence*, havendo ainda situações em que essa se mostra perfeitamente dispensável. Por essas razões não se pode qualificar a *due diligence* enquanto ônus. Assim sendo, passa-se a analisar alguns casos que justificam a não realização de *due diligence*.

Em primeiro, há a aquisição de instituição financeira para saneamento. A razão da dispensa da *due diligence* está associada à necessidade de rapidez na conclusão do contrato.⁶³ Esse cenário pode ser generalizado para abarcar outros casos em que o tempo é da essência da operação. O direito comercial deve ser visto como um viabilizador de negócios, e não como um criador de obstáculos: entre fechar uma operação sem *due diligence* e não fechar, tendencialmente, a opção deve ser pela conclusão do negócio.

Em segundo, tem-se as operações de compra e venda de participações societárias de companhias abertas. Enquanto companhias abertas, essas estão sujeitas a deveres específicos de informação e de divulgação ao mercado,⁶⁴ além de mecanismos específicos de fiscalização. Esse contexto particular torna incomum a realização de uma *due diligence* antes de operações que envolvam companhias abertas.⁶⁵

Em terceiro, operações de pequeno porte.⁶⁶ Nessas circunstâncias a *ratio* para a não realização da *due diligence* está em que o dispêndio econômico e financeiro pode não se justificar. Como a *due diligence* pode se associar ao ônus de autoinformação, o qual é limitado pelo esforço razoável, a sua não consecução está atrelada a não razoabilidade de custos.

Um quarto caso é a inserção de cláusulas de declarações e garantias abrangentes. Essas cláusulas assumem especial relevância quando a *due diligence* não for realizada,⁶⁷ sendo possível adotar a estratégia de evitar a sua realização ou a executar dentro de um espectro mais restrito mediante a inserção dessas cláusulas.⁶⁸ Nessas situações, a parte pautará a sua decisão

⁶²GREZZANA, Giacomo. *A Cláusula de Declarações e Garantias em Aliações de Participações Societárias*. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 258.

⁶³BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. *Compra e Venda de Participações Societárias de Controle*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 347.

⁶⁴Especificamente, a instrução normativa n.º 358 da CVM disciplina o dever de divulgação das companhias abertas.

⁶⁵COUTINHO, Sérgio Mendes Botrel. *Fusões e Aquisições*. São Paulo: Saraiva, 2016, p. 244.

⁶⁶BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. *Compra e Venda de Participações Societárias de Controle*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 347.

⁶⁷COUTINHO, Sérgio Mendes Botrel. *Fusões e Aquisições*. São Paulo: Saraiva, 2016, p. 244.

⁶⁸BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. *Compra e Venda de Participações Societárias de Controle*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 352.

negocial com base nas informações prestadas pela contraparte.⁶⁹ A ideia é que o comprador não realize o esforço e não arque com os custos de uma auditoria para verificar a veracidade de informações que lhe foram contratualmente asseguradas.⁷⁰ Contudo, o comprador que adquire participações societárias e não negocia a inserção de cláusula de declarações e garantias não poderá alegar de modo superveniente a inobservância do dever de informar do vendedor quando surpreendido pela existência de passivos desconhecidos.⁷¹ O dever de informar não é tão abrangente a ponto de abarcar todas as informações sobre a coisa vendida que sejam de conhecimento do vendedor, abrangendo apenas aquelas que preenchem os requisitos necessários a dar origem ao dever de informar.⁷² De toda sorte, não há de se constatar haver uma correlação perfeita entre a realização de *due diligence* e o escopo das declarações e garantias.⁷³ Há operações com *due diligence* profunda e declarações e garantias igualmente detalhadas e amplas, assim como há operações sem *due diligence* pormenorizada e com declarações e garantias parcas.⁷⁴ Reina a liberdade contratual, por isso, mesmo que se possa estabelecer uma relação entre ambos os mecanismos, essa não é uma lei física, estando sujeita aos quereres e ao tino negocial das partes.

Em quinto, o caso em que o sócio que adquire participação societária de outro sócio. Por ser um adquirente já familiarizado com a sociedade-alvo, é necessário de se reconhecer uma maior carga de autoinformação.⁷⁵ Foi esse o entendimento no julgado da Comercial Casanova de Calçados LTDA, em que o adquirente já era proprietário de 33% das quotas da sociedade-alvo.⁷⁶ O fato de o adquirente já integrar o *corpus* societário foi considerado elemento que atraía presunção de conhecimento acerca do desenrolar da vida social. Situação similar é a do adquirente que, mesmo que não seja sócio, tenha informações sobre a sociedade já antes da operação. Nesse sentido, destaca-se o julgado envolvendo a Marmorial de Praia Grande LTDA.⁷⁷ O adquirente tentou invalidar o contrato de compra e venda de quotas com base em

⁶⁹COUTINHO, Sérgio Mendes Botrel. *Fusões e Aquisições*. São Paulo: Saraiva, 2016, p. 244.

⁷⁰BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. *Compra e Venda de Participações Societárias de Controle*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 352.

⁷¹BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. *Compra e Venda de Participações Societárias de Controle*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 351-352.

⁷²BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. *Compra e Venda de Participações Societárias de Controle*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 351-352.

⁷³PARGENDLER, Mariana; PORTUGAL GOUVÊA, Carlos. *As Diferenças entre Declarações e Garantias e os Efeitos do Conhecimento*, p. 36.

⁷⁴PARGENDLER, Mariana; PORTUGAL GOUVÊA, Carlos. *As Diferenças entre Declarações e Garantias e os Efeitos do Conhecimento*, p. 36.

⁷⁵GREZZANA, Giacomo. *A Cláusula de Declarações e Garantias em Alienações de Participações Societárias*. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 258.

⁷⁶TJSP, apelação n. 9093373-40.1997.8.26.0000, Rel. Des. Cunha Cintra, j. 5.2.1999.

⁷⁷TJSP, apelação n. 9166110-60.2005.8.26.0000, Rel. Desa. Cristina Zucchi, j. 14.2.2007.

erro, porém, fator determinante para a improcedência do pedido foi o conhecimento prévio do comprador acerca da sociedade adquirida. A prova dos autos demonstrou que o comprador “trabalhava diretamente na empresa e detinha pleno conhecimento dos ativos (estoque, bens imobilizados e carteira de clientes)”. Ainda, foi ponderado que a esposa do adquirente também trabalhava na sociedade-alvo, sendo a conclusão no sentido de que “o casal detinha pleno conhecimento da situação econômica e financeira da empresa”. Assim, a existência de conhecimentos especiais dos adquirentes pode justificar a não realização de *due diligence*.

É possível questionar se haveria consequências jurídicas atreladas à não-realização de auditoria prévia. Em termos puramente negociais, é certo que a não realização de *due diligence* conduz necessariamente a uma maior assunção de risco por parte do adquirente, sendo recomendável a sua realização, até por que o alienante em potencial não sabe antecipadamente quais são as informações relevantes para a contraparte.⁷⁸

Nesse ponto, é de se destacar a posição de Giacomo Grezzana. Coerente com a sua visão de que a *due diligence* é um costume comercial em operações de médio e grande porte, Grezzana sustenta que a não realização de auditoria em uma operação desse porte indica a não observância da diligência ordinária que se esperaria nesse tipo de negócio, e a dispensa da *due diligence* nesse contexto poderia ser interpretada como uma vontade de realizar a operação “*n’importe quoi*”.⁷⁹ Ainda, argumenta que se o adquirente executa a *due diligence* de modo negligente e não logra descobrir inconsistências patrimoniais que poderiam ser identificadas mediante emprego de diligência ordinária, perde-se direito a indenização com base na responsabilidade pré-contratual.⁸⁰

Diversamente, Gabriel Buschinelli sustenta não haver necessariamente consequência jurídica associada a não realização da auditoria. O comprador não seria prejudicado por não realizar auditoria, sendo-lhe lícito, por exemplo, confiar nas declarações e garantias prestadas. Dessa forma, por questões de coerência sistêmica, não se poderia entender que esse seria prejudicado diante da adoção de métodos de precaução adicionais, protegendo o próprio interesse.⁸¹

⁷⁸GREZZANA, Giacomo. *A Cláusula de Declarações e Garantias em Alienações de Participações Societárias*. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 287.

⁷⁹GREZZANA, Giacomo. *A Cláusula de Declarações e Garantias em Alienações de Participações Societárias*. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 288-289.

⁸⁰GREZZANA, Giacomo. *A Cláusula de Declarações e Garantias em Alienações de Participações Societárias*. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 290.

⁸¹BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. *Compra e Venda de Participações Societárias de Controle*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 355-356.

Em conclusão, destaca-se que a não-realização de *due diligence* mesmo em operações de médio ou grande porte não parece indicar por si uma conduta negligente ou uma vontade irrestrita de realizar a operação. Isso ocorre diante da existência de circunstâncias que legitimem a não realização de auditoria prévia. De fato, a sua não realização pode ser um indício de não satisfação do ônus de autoinformação, podendo indicar, eventualmente, uma conduta negligente. Entretanto, não há uma relação de “causa-efeito” entre a não realização de *due diligence* e negligência ou descuido por parte do comprador. Portanto, em regra, a realização de *due diligence* é uma liberdade das partes, que pode ser modulada à luz do caso concreto.

Constatada a inexistência de um dever geral e abstrato de realizar *due diligence*, passa-se a verificar se o dever de diligência dos administradores de sociedade poderia impor a esses o dever de realizar a auditoria prévia quando presentem⁸² comprador pessoa jurídica.

3 DEVER DE DILIGÊNCIA DOS ADMINISTRADORES: ASPECTOS GERAIS

Os administradores de sociedades devem atuar de modo diligente, informando-se sobre o objeto e condições dos contratos que firmarem em nome da sociedade.⁸³ Em termos legislativos, o artigo 153 da Lei de Sociedades Anônimas⁸⁴ e o artigo 1.011 do Código Civil⁸⁵ dispõem acerca do dever de diligência dos administradores de sociedade. Nesse sentido, foca-se nos reflexos do dever de diligência no plano contratual, pois o administrador diligente terá de buscar informações acerca do objeto do contrato e das condições dos contratos que firma em nome da sociedade.⁸⁶ Dessa forma, a figura do gestor diligente também está presente na análise do padrão de conduta esperada ao longo do ato de contratar.⁸⁷

O dever de diligência é o mais importante e o de mais difícil caracterização dentre todos os deveres dos administradores,⁸⁸ sendo o dever básico do administrador, do qual outros deveres

⁸²PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito Privado*. Tomo I. Atualizado por Judith Martins-Costa et al. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2012, p. 506

⁸³BENETTI, Giovana. *Dolo no Direito Civil: uma análise da omissão de informações*. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 235.

⁸⁴Lei 6.404/76, art. 153: “Art. 153. O administrador da companhia deve empregar, no exercício de suas funções, o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios”.

⁸⁵Código Civil, Art. 1.011: “O administrador da sociedade deverá ter, no exercício de suas funções, o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração de seus próprios negócios.”

⁸⁶MARTINS-COSTA, Judith. *A Boa-fé no Direito Privado: Critérios para a sua Aplicação*. 2ª ed. São Paulo: Saraiva, 2018, p. 592.

⁸⁷COMIRAN, Giovana Cunha. *Os Usos Comerciais: da formação dos tipos à interpretação e integração dos contratos empresariais*. 345f. Tese de Doutorado. Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2017, p. 251.

⁸⁸EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Vol. 2. 1ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 349.

decorrem.⁸⁹ A lei de sociedades anônimas prevê um padrão destinado a servir de medida ou elemento de comparação para a análise de casos concretos, um verdadeiro padrão de comportamento.⁹⁰ Esse *standard* é espaço-temporalmente limitado,⁹¹ sendo o que se considera diligente variável com o tempo.⁹² Em termos gerais, é “diligente” aquele que atua cuidadosamente no desempenho de suas atividades.⁹³

A obrigação dos administradores na condução dos negócios da companhia é de meio.⁹⁴ Esses se obrigam apenas à adoção de comportamentos compatíveis com a diligência ordinária, e não a atingir determinado resultado.⁹⁵ Dessa forma, há apenas a obrigação de empregar os melhores esforços.⁹⁶

A análise da conduta do administrador envolve juízo retrospectivo, aferindo-se as alternativas disponíveis quando da tomada da decisão,⁹⁷ à luz do arcabouço fático existente à época.⁹⁸ O administrador cumpre com o seu dever de diligência quando conduz a companhia de maneira cuidadosa e zelosa, desempenhando com competência as funções que lhe são atribuídas.⁹⁹

Assim sendo, é possível retirar dois parâmetros:¹⁰⁰ (i) não basta a existência de prejuízo para se constatar a falta de diligência, pois o resultado adverso pode derivar de questões conjunturais ou estruturais e (ii) o lucro não basta para aferir a diligência, pois esse pode advir de ilícitos, de riscos desmedidos ou de operações alienígenas ao objeto social. A régua a ser

⁸⁹TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro*. Vol. II. São Paulo: Livraria e Editora José Bushatsky LTDA, 1979, p. 471.

⁹⁰TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro*. Vol. II. São Paulo: Livraria e Editora José Bushatsky LTDA, 1979, p. 471.

⁹¹EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Vol. 2. 1ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 349.

⁹²YAZBEK, Otávio. Representações do dever de diligência na doutrina jurídica brasileira: um exercício e alguns desafios. In: KUYVEN, Luiz Fernando Martins (org.). *Temas essenciais de direito empresarial: estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa*. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 942.

⁹³EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Vol. 2. 1ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 349.

⁹⁴ALVES, Giovani Ribeiro Rodrigues; SANTOS, Luccas Farias. A Administração de Sociedades e a Business Judgment Rule sob o Enfoque do Direito Brasileiro: Compreensão e Adequação. *RJLB*, ano 5, nº 5, p. 695-716, 2019, p. 699.

⁹⁵ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A e as Ações Correlatas*. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 131.

⁹⁶EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Vol. 2. 1ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 349.

⁹⁷Nesse sentido: “Não se pode permitir que após o conhecimento do resultado da decisão tomada, num olhar para trás, depois de passado o frisson, se condene a conduta do administrador pelo simples fato de ter causado prejuízos à companhia. Se assim o fosse, a atividade econômica seria inviabilizada ou, ao menos, afastaria todo e qualquer possível administrador que tivesse algo a perder.” (ALVES, Giovani Ribeiro Rodrigues; SANTOS, Luccas Farias. A Administração de Sociedades e a Business Judgment Rule sob o Enfoque do Direito Brasileiro: Compreensão e Adequação. *RJLB*, ano 5, nº 5, p. 695-716, 2019, p. 697).

⁹⁸ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A e as Ações Correlatas*. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 128.

⁹⁹EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Vol. 2. 1ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 349.

¹⁰⁰ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A e as Ações Correlatas*. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 132-134.

utilizada é sempre a dos melhores esforços,¹⁰¹ podendo a inobservância desse dever dar ensejo à responsabilização dos administradores.¹⁰²

Conforme o artigo 153 da lei de sociedades anônimas, deve-se empregar como parâmetro “o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo na administração dos seus próprios negócios” na condução dos negócios da companhia. A adoção desse parâmetro é objeto de críticas. Principalmente, a fórmula legal deveria tomar em consideração a profissionalidade envolvida na gestão da empresa – sendo inadequada a régua geral de um “homem ativo e probo.”¹⁰³ Entretanto, é possível por meio da interpretação sistemática perceber que a lei não traz meramente do padrão do “bom pai de família” (*bonus pater familiae*)¹⁰⁴, pois se exige mais do que o cuidado de um pai de família, devendo o administrador atuar na consecução do objeto social, visando obter lucro, não bastando ter como finalidade a conservação estática do patrimônio, sendo desejável a sua multiplicação.¹⁰⁵ O parâmetro legal é o de uma pessoa ideal, sem que se atente para as características individuais do administrador.¹⁰⁶ Enquanto o ‘bom pai de família’ é agente prudente, o administrador é agente que persegue o lucro. Para tanto, é necessário que assuma riscos – imperativo do exercício da atividade econômica empresarial.¹⁰⁷ Por essa razão que, em verdade, o padrão a ser adotado é o do homem de negócios – o *businessman* – e não o do “bom pai de família.”¹⁰⁸

¹⁰¹ALVES, Giovani Ribeiro Rodrigues; SANTOS, Luccas Farias. A Administração de Sociedades e a Business Judgment Rule sob o Enfoque do Direito Brasileiro: Compreensão e Adequação. *RJLB*, ano 5, nº 5, p. 695-716, 2019, p. 699. Sobre a obrigação de melhores esforços, LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. A Obrigação de Melhores Esforços (*Best Efforts*). *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n.º 134, p. 7-11, 2004.

¹⁰²GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Responsabilidade dos Administradores de Sociedades Anônimas. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n.º 42, abril/junho de 1981, p. 74

¹⁰³TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. *O Conselho de Administração na Sociedade Anônima: estrutura, funções e poderes, responsabilidade dos administradores*. São Paulo: Atlas, 1997, p. 54

¹⁰⁴Destaca-se: “Em leitura superficial da letra da Lei, aparenta o legislador ter escolhido o padrão do *bonus pater familias* para a conduta dos administradores. Entretanto, ao se analisar o ordenamento jurídico de forma sistêmica e os institutos advindos das outras ciências, vê-se que tal conclusão não é verdadeira. Esse padrão de conduta faz referência a um indivíduo que é avesso aos riscos, que atua com foco na preservação de bens e direitos de uma família. Ora, como dito anteriormente, o administrador de uma companhia tem de agir visando ao lucro e, neste sentido, toda decisão tomada possui, em si, uma certa dose de risco à ela inerente. O administrador deve adotar postura criativa e inovadora frente aos desafios do mercado e da economia. Tal postura carrega em seu bojo riscos, os quais podem resultar em um mau resultado à companhia caso algo não ocorra como o esperado. Por outra via, os lucros almejados podem ser alcançados, satisfazendo aos interesses da sociedade e dos sócios em patamar até maior do que o esperado” (ALVES, Giovani Ribeiro Rodrigues; SANTOS, Luccas Farias. A Administração de Sociedades e a Business Judgment Rule sob o Enfoque do Direito Brasileiro: Compreensão e Adequação. *RJLB*, ano 5, nº 5, p. 695-716, 2019, p. 699-700).

¹⁰⁵EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Vol. 2. 1ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 350.

¹⁰⁶TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro*. Vol. II. São Paulo: Livraria e Editora José Bushatsky LTDA, 1979, p. 471.

¹⁰⁷GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. *Manual das Companhias*. 3ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2013, p. 209.

¹⁰⁸ALVES, Giovani Ribeiro Rodrigues; SANTOS, Luccas Farias. A Administração de Sociedades e a Business Judgment Rule sob o Enfoque do Direito Brasileiro: Compreensão e Adequação. *RJLB*, ano 5, nº 5, p. 695-716, 2019, p. 700.

A diligência que é exigida é a diligência ordinária. Esse é um padrão não homogêneo ou generalizável, devendo-se sopesar para a sua concretização: (i) o tipo de atividade exercida pela companhia, dimensão e importância, (ii) recursos disponíveis, (iii) momento e circunstâncias da tomada de decisão, e (iv) outras peculiaridades que influenciem concretamente.¹⁰⁹ Desse modo, não há uma forma única de se atuar diligentemente, Uma gama de comportamentos pode se situar nesse espectro, havendo margem de discricionariedade para escolher diversas opções razoáveis.¹¹⁰ Desses critérios resulta que o nível de diligência exigido será mais elevado ao administrador que tenha a seu alcance meios de aconselhamento e informação do que em comparação ao administrador de pequena empresa de cunho familiar.¹¹¹

É de se destacar a elevada complexidade e heterogeneidade das situações empresariais, impedindo a elaboração de um sistema exaustivo de cumprimento do dever de diligência.¹¹² Não obstante, é possível traçar linhas mestras da concretização do dever de diligência¹¹³: (i) a participação nas reuniões dos órgãos de administração (“*time commitment and regular attendance*”), (ii) estar bem informados a respeito das matérias discutidas nas reuniões (“*the need to be informed*”), (iii) direito de confiar nas informações, relatórios e estudos elaborados pelo corpo executivo, por empregados, auditores e outros membros de órgãos – desde que não tenham conhecimento de fatos que possam levar à desconfiança de tais dados (“*the right to rely on the others*”), (iv) investigar potenciais problemas ou questões para as quais foram alertados pelas circunstâncias ou por eventos que lhes indique que a companhia possa estar sujeita à complicações ou a praticar algum ato ilegal (“*inquiry*”) e (v) informar os pares a respeito de fatos que considerem importantes para a tomada de decisões ou para o exercício de supervisão sobre a companhia (“*disclosure among directors*”).

O dever de diligência se desdobra em cinco sub-deveres: (i) se qualificar para o cargo, (ii) bem administrar, (iii) se informar, (iv) investigar e (v) vigiar.¹¹⁴ Além essa tipologia, Marcelo Von Adamek acrescenta:¹¹⁵ (vi) dever de participar, (vii) dever de intervir e (viii) dever

¹⁰⁹ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A e as Ações Correlatas*. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 125.

¹¹⁰EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Vol. 2. 1ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 352.

¹¹¹ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A e as Ações Correlatas*. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 126.

¹¹²ALVES, Giovani Ribeiro Rodrigues; SANTOS, Luccas Farias. A Administração de Sociedades e a Business Judgment Rule sob o Enfoque do Direito Brasileiro: Compreensão e Adequação. *RJLB*, ano 5, nº 5, p. 695-716, 2019, p. 700.

¹¹³EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Vol. 2. 1ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 351-352.

¹¹⁴EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Vol. 2. 1ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 353.

¹¹⁵ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A e as Ações Correlatas*. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 136.

de não praticar erros graves.¹¹⁶ Dentre esses, os que poderiam embasar um dever de realizar *due diligence* são os deveres de bem administrar, de se informar e de vigiar, aos quais se passa a analisar.

Em relação ao dever de bem administrar, esse se materializa na atuação visando o interesse social.¹¹⁷ Está associado a uma atuação diligente e voltada à obtenção do melhor resultado possível para a companhia.¹¹⁸ Porém, em sendo obrigação de meio, só há violação desse dever se houver decisão censurável por conta do descumprimento do dever de diligência, vigilância ou retidão.¹¹⁹ Ressalte-se não ser exigível do administrador que as suas decisões acarretem resultados positivos, vez que a diligência é obrigação de meio, não acarretando em responsabilização eventuais equívocos ocorridos após um processo ponderado de reflexão.¹²⁰

Em relação ao dever de se informar¹²¹, mister que o administrador esteja munido das informações necessárias para que possa tomar a decisão,¹²² consistindo no dever de buscar informações capazes de suportar as decisões negociais.¹²³ Esse se subdivide em dois aspectos:¹²⁴ (i) faceta estrutural, ou seja, o administrador deve ter os conhecimentos acerca do curso ordinário dos negócios e (ii) faceta conjuntural, ou seja, deve se informar acerca das operações concretas que a companhia se envolve e que não estão no escopo da gestão ordinária. A inobservância da busca de informações por parte dos administradores poderá levar à responsabilização pela decisão comada com base em falta de informações ou informações inadequadas,¹²⁵ pois uma das formas de avaliar a diligência do administrador é a análise de se

¹¹⁶Otávio Yakbek critica a categoria de “não praticar erros graves” vez que essa é demasiadamente ampla e imprecisa. Nesse sentido: YAZBEK, Otávio. Representações do dever de diligência na doutrina jurídica brasileira: um exercício e alguns desafios. In: KUYVEN, Luiz Fernando Martins (org.). *Temas essenciais de direito empresarial: estudos em homenagem a Modesto Carvalho*. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 955.

¹¹⁷EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Vol. 2. 1ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 353.

¹¹⁸ALVES, Giovani Ribeiro Rodrigues; SANTOS, Luccas Farias. A Administração de Sociedades e a Business Judgment Rule sob o Enfoque do Direito Brasileiro: Compreensão e Adequação. *RJLB*, ano 5, nº 5, p. 695-716, 2019, p. 703.

¹¹⁹ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A e as Ações Correlatas*. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 128.

¹²⁰EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Vol. 2. 1ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 353.

¹²¹Destaca-se trecho do PAS CVM 25/03: No PAS 25/03 o entendimento da CVM foi no sentido de que “Ao administrador cabe, ainda, o dever de se informar, ou seja, o dever de coletar o maior número possível de informações sobre a matéria objeto de deliberação que tem por fim o bem administrar, observando-se que, para tanto, o administrador tem direito de acesso aos documentos e informações da sociedade, incluindo livros e atas dos diferentes órgãos societários, bem como a todos os documentos referentes aos assuntos a serem deliberados.” (CVM. PAS 25/03. Diretor Eli Loria, j. 25.03.2008).

¹²²ALVES, Giovani Ribeiro Rodrigues; SANTOS, Luccas Farias. A Administração de Sociedades e a Business Judgment Rule sob o Enfoque do Direito Brasileiro: Compreensão e Adequação. *RJLB*, ano 5, nº 5, p. 695-716, 2019, p. 700.

¹²³YAZBEK, Otávio. Representações do dever de diligência na doutrina jurídica brasileira: um exercício e alguns desafios. In: KUYVEN, Luiz Fernando Martins (org.). *Temas essenciais de direito empresarial: estudos em homenagem a Modesto Carvalho*. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 951.

¹²⁴EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Vol. 2. 1ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 353-354.

¹²⁵CVM. PAS 25/03. Diretor Eli Loria, j. 25.03.2008.

a decisão tomada foi ou não informada.¹²⁶ O administrador deve buscar aconselhamentos quando as condições o permitam, especialmente antes da tomada de decisões relevantes, pois o aferir deve ser refletido, instruído e ponderado.¹²⁷ Não é exigível que o administrador apenas decida depois de obter todas as informações possíveis¹²⁸, pois isso acarretaria em possíveis perdas de oportunidades negociais, bastando a obtenção de informações dentro de um critério de (i) necessidade, (ii) razoabilidade, (iii) pertinência e (iv) não excessividade.¹²⁹ É somente a análise da situação concreta que permitirá identificar o grau de informação a ser exigido dos administradores e qual é o nível informacional considerado bastante, ponderando-se a *expertise* e formação própria do administrador quanto à matéria, tempo disponível para a tomada da decisão, importância do negócio para a empresa e a possibilidade de perda de oportunidade comercial e custo para obter informações adicionais.¹³⁰ Assim, o cumprimento do dever de diligência pressupõe o agir de modo instruído e ponderado, o que está atrelado à busca pelas informações necessárias.¹³¹

Em relação ao dever de vigiar, esse consiste na obrigação dos administradores de fiscalizar o desenvolvimento das atividades da sociedade. Essa vigilância deve ser exercida de modo sintético, sendo exigível o acompanhamento geral dos negócios sociais, das políticas e dos procedimentos internos.¹³² É um dever mais genérico do que o dever de investigar, não abrangendo todas as operações e atividades sociais.¹³³ Deve o administrador acompanhar os negócios da companhia, monitorando o seu andamento e a execução das deliberações e decisões tomadas.¹³⁴ É chamado de sintético pelo seu caráter geral, pois é impossível, à depender do

¹²⁶CVM. PAS 2005/0097, Diretora Maria Helena de Santana, j. 15.03.2007.

¹²⁷ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A e as Ações Correlatas*. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 135.

¹²⁸Nesse sentido: “Não se exige que o administrador tenha em mãos todas as informações existentes sobre o fato a que se deve tomar a decisão. Veja-se que a quantidade de informações existentes sobre determinada situação é costumeiramente extensa (incontável) e com vários desdobramentos. Portanto, não é plausível exigir-se que o administrador antes da tomada de decisão reúna todas as informações existentes, sob pena de remanchar o processo decisório e vir a tornar uma decisão ineficaz; perder uma oportunidade comercial; ou, até mesmo, causar prejuízo à companhia. Uma decisão tomada de forma lenta pode sofrer graves punições por conta da dinâmica do mercado.” (ALVES, Giovani Ribeiro Rodrigues; SANTOS, Luccas Farias. *A Administração de Sociedades e a Business Judgment Rule sob o Enfoque do Direito Brasileiro: Compreensão e Adequação*. *RJLB*, ano 5, nº 5, p. 695-716, 2019, p. 701).

¹²⁹EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Vol. 2. 1ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 354.

¹³⁰CVM. PAS 25/03. Diretor Eli Loria, j. 25.03.2008.

¹³¹BENETTI, Giovana. *Dolo no Direito Civil: uma análise da omissão de informações*. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 235.

¹³²EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Vol. 2. 1ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 356.

¹³³YAZBEK, Otávio. Representações do dever de diligência na doutrina jurídica brasileira: um exercício e alguns desafios. In: KUYVEN, Luiz Fernando Martins (org.). *Temas essenciais de direito empresarial: estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa*. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 951.

¹³⁴ALVES, Giovani Ribeiro Rodrigues; SANTOS, Luccas Farias. *A Administração de Sociedades e a Business Judgment Rule sob o Enfoque do Direito Brasileiro: Compreensão e Adequação*. *RJLB*, ano 5, nº 5, p. 695-716, 2019, p. 702.

porte da companhia, o acompanhamento detalhado e minucioso – porém, disso não se entenda que há escusa para cuidados mais intensos em relação às operações mais relevantes.¹³⁵

A análise desse dever leva à conclusão de que não é apto a embasar um dever geral e abstrato de realizar uma *due diligence* em uma operação de M&A. Por um lado, se considera que, caso os administradores tenham se informado de maneira adequada, não poderão ser responsabilizados por descumprimento do dever de diligência.¹³⁶ Os administradores têm, de fato, dever de obter todas as informações que, dentro de um espectro de razoabilidade, estejam disponíveis para a tomada de decisão informada acerca dos negócios da sociedade.¹³⁷ Contudo, o dever de se informar é balizado pela razoabilidade dos esforços.¹³⁸

Porém, por outro lado, a *due diligence* é apenas um dos meios de obtenção de informação e de resguardo quanto aos riscos de uma operação de M&A. Fórmulas contratuais especiais e situações específicas podem justificar a não-realização de *due diligence*. Assim, a diligência dos administradores, inversamente, pode antes estar associada à identificação da desnecessidade de realização de *due diligente* ou assegurar o devido acautelamento nos termos do contrato. Dessa forma, a conformação do dever de diligência em uma operação de M&A não necessariamente passa pela realização de *due diligence*.¹³⁹ Ademais, deve-se observar o papel desempenhado pela *business judgment rule*.

4 ATOS DE GESTÃO E A *BUSINESS JUDGEMENT RULE*

A *business judgment rule* foi incorporada no direito societário brasileiro mediante o artigo 159, §6º da lei de sociedades anônimas¹⁴⁰, estando o administrador protegido caso demonstre

¹³⁵YAZBEK, Otávio. Representações do dever de diligência na doutrina jurídica brasileira: um exercício e alguns desafios. In: KUYVEN, Luiz Fernando Martins (org.). *Temas essenciais de direito empresarial: estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa*. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 951.

¹³⁶EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Vol. 2. 1ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 354.

¹³⁷BENETTI, Giovana. *Dolo no Direito Civil: uma análise da omissão de informações*. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 235.

¹³⁸MARTINS-COSTA, Judith. *A Boa-fé no Direito Privado: Critérios para a sua Aplicação*. 2ª ed. São Paulo: Saraiva, 2018, p. 592.

¹³⁹Em relação ao destinatário do dever de diligência, deve-se apontar que, por força do artigo 145 da Lei de Sociedades Anônimas, “as normas relativas a requisitos, impedimentos, investidura, remuneração, deveres e responsabilidade dos administradores aplicam-se a conselheiros e diretores”. Dessa forma, tanto os conselheiros quanto os diretores são destinatários do dever de diligência previsto. Contudo, não se pode desconsiderar que cabe à diretoria as atribuições executivas, representando externamente a companhia. Isso não significa, todavia, que é lícito aos conselheiros de administração ter uma conduta desidiosa. Há, enquanto reflexo dos diferentes papéis desempenhados dentro do *corpus* societário, concretizações diferentes do dever de diligência. Assim, também é expectável dos conselheiros atuação em conformidade com os *standards* previstos em lei.

¹⁴⁰Lei 6.404/76, art. 159, §6º: “§ 6º O juiz poderá reconhecer a exclusão da responsabilidade do administrador, se convencido de que este agiu de boa-fé e visando ao interesse da companhia”. É de se destacar que enquanto juristas

que agiu de boa-fé e buscando os melhores interesses da companhia.¹⁴¹ A sua consagração em parte reflete o reconhecimento de que a responsabilidade do administrador não deve advir de juízo de oportunidade e mérito da conduta tomada no caso concreto: o que deve ser analisado é a observância dos processos de tomada de decisão.¹⁴²

Em síntese, procura-se proteger a discricionariedade decisória de administradores bem intencionados.¹⁴³ Não deve ser responsabilizado o administrador que atue com base em informações adequadas e suficientes, respeitando a boa-fé objetiva e procurando atender aos interesses da companhia.¹⁴⁴

A *business judgment rule* incorpora a *ratio* de que os tribunais não devem dar uma segunda opinião sobre decisões de boa-fé feitas por administradores independentes e

como Nelson Eizirik (EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Vol. 2. 1ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 357) e Mariana Pargendler (PARGENDLER, Mariana. Responsabilidade Civil dos Administradores e Business Judgment Rule no Direito Brasileiro. In LUPION, Ricardo (org.). *40 anos da Lei 6404/76: Inovações, Desafios e Perspectivas*. Porto Alegre: Editora Fi, 2016, p. 295) percebem no art. 159, §6º da LSA a adoção da *business judgment rule*, Marcelo Von Adamek abre divergência, sustentando que a *business judgment rule* é consequência de um desdobramento do próprio sistema de responsabilidade civil dos administradores. (ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A e as Ações Correlatas*. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 131). Giovanni Alves e Lucas Santos também não concordam com a recondução da *business judgment rule* ao artigo 159, §6º: “Entretanto, este não nos parece o melhor entendimento, vez que o referido parágrafo não abrange todos os elementos da regra. Tal dispositivo alude apenas à boa-fé e ao agir no interesse da companhia. Mesmo que se admita que o elemento “desinteresse e independência” sejam compatíveis com tal dicção legal, haja vista que os atos praticados de forma interessada ou não independente vão contra os interesses da companhia, ainda restam faltantes os elementos (i) diligência e (ii) ocorrência de decisão negocial. Em razão disso, o art. 159, § 6º ignora aspectos essenciais da *business judgment rule*. Veja-se que tal artigo permite ao juízo a exclusão de responsabilidade do administrador mesmo em casos de presença de culpa *stricto sensu* (atos negligentes, imprudentes ou imperitos). A atuação de boa-fé e no interesse da companhia não se confunde com o valor epistemológico e nem com o significado semântico do verbo diligenciar. É possível uma atuação com boa-fé e no interesse e que, no entanto, não tenha observado o dever de diligência em todos os seus aspectos” (ALVES, Giovanni Ribeiro Rodrigues; SANTOS, Lucas Farias. A Administração de Sociedades e a Business Judgment Rule sob o Enfoque do Direito Brasileiro: Compreensão e Adequação. *RJLB*, ano 5, nº 5, p. 695-716, 2019, p. 710).

¹⁴¹EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Vol. 2. 1ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 357.

¹⁴²ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A e as Ações Correlatas*. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 128.

¹⁴³PARGENDLER, Mariana. Responsabilidade Civil dos Administradores e Business Judgment Rule no Direito Brasileiro. In LUPION, Ricardo (org.). *40 anos da Lei 6404/76: Inovações, Desafios e Perspectivas*. Porto Alegre: Editora Fi, 2016, p. 286.

¹⁴⁴YAZBEK, Otávio. Representações do dever de diligência na doutrina jurídica brasileira: um exercício e alguns desafios. In: KUYVEN, Luiz Fernando Martins (org.). *Temas essenciais de direito empresarial: estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa*. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 944.

desinteressados.¹⁴⁵ Assim, buscou-se afastar o poder judiciário do governo das sociedades,¹⁴⁶ colocando a não intervenção como ponto de partida.¹⁴⁷

Outro efeito da *business judgment rule* foi oferecer aos administradores proteção às decisões que tomarem de modo informado, encorajando a assunção dos riscos inerentes às atividades empresariais.¹⁴⁸ Assim, os julgadores se restringem a analisar se o processo de tomada de decisão foi razoável e bem informado.¹⁴⁹

Na sua origem a *business judgment rule* foi aplicada mormente nos casos de responsabilização ou afastamento de administradores,¹⁵⁰ e, somente em um segundo momento, passou a incidir sobre a generalidade das questões societárias.¹⁵¹ Entretanto, a aplicação extremada da *business judgment rule* pode levar à uma indevida supressão de competência dos tribunais para avaliar a decisão dos administradores, vez que não é característica privativa do direito societário a existência de questões complexas e, na generalidade dessas, os tribunais sempre podem ser chamados para exercer o controle.¹⁵² Todavia, apesar da inspiração na prática

¹⁴⁵ALLEN, William T.; KRAAKMAN, Reinier; SUBRAMANIAN, Guhan. *Commentaries and Cases on the Law of Business Organizations*. 4ª ed. New York: Wolters Kluwer Law&Business, 2012, p. 228.

¹⁴⁶“As to transactions that do not involve a direct conflict of interest, however, courts generally defer to managerial decisions. This ‘hands-off’ stance is dictated by the business judgement rule”. O’NEILL, Terry A. Self-interest and concern for others in the owner-managed firm: a suggested approach to dissolution and fiduciary obligation in close corporations. *Corporate Practice Commentator*, New York, p. 578-640, 1992-1993. p. 611.

¹⁴⁷“The starting point is judicial deference, as expressed by the business judgement rule. Courts presume that board actions are appropriate and unless the court is moved from that position, it will defer to those actions and decline to intervene. The factors that will move a court off of its initial position have been stated in different ways in different times and they vary depending on the particular judicial context in which the question arises, but they revolve around four core issues: (1) good faith; (2) reasonable investigation; (3) conflict of interest; and (4) the substance or fairness of the transaction” (THOMPSON, Robert. Toward a new theory of the shareholder role: “sacred space” in corporate takeovers. *Texas Law Review*, v. 80, dez. 2001.)

¹⁴⁸EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Vol. 2. 1ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 356.

¹⁴⁹ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A e as Ações Correlatas*. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 129.

¹⁵⁰Aproximando a *Business Judgment Rule* entre o direito brasileiro e dos Estados Unidos, ver: “A construção jurisprudencial norte-americana para o dever de diligência em nada discrepa do que dispõe o art. 153 da Lei 6.404/76, sendo possível utilizar-se, no Brasil, dos mesmos standards de conduta aplicados nos Estados Unidos. A utilização desses standards poderia fazer com que a aplicação do art. 153 fosse mais efetiva do que é hoje, pois poderíamos passar a observar o processo que levou à tomada da decisão para ver se os cuidados mínimos, que demonstram a diligência do administrador, foram seguidos, não nos limitando a simplesmente negar a possibilidade de re-análise do conteúdo da decisão tomada.” (PAS CVM 2005/1443, Diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa, J. 10.05.2006).

¹⁵¹JOHNSON, Henry F. *Strict fiduciary duty in close corporations: a concept in search of adoption*. In: *California Western Law Review*, v. 18, nº 1, pp. 1-27, 1981.

¹⁵²“The standard justifications are that judges lack competence in making business decisions and that the fear of personal liability will cause corporate managers to be more cautious and also result in fewer talented people being willing to serve as directors. These are helpful but not sufficient. They do not explain why the same judges who decide whether engineers have designed the compressors on jet engines properly, whether the farmer delivered pomegranates conforming to the industry’s specifications, and whether the prison system adversely affects the mental states of prisoners cannot decide whether a manager negligently failed to sack a subordinate who made improvident loans” (EASTERBROOK, Frank; FISCHER, Daniel R. *The economic structure of corporate law*. Cambridge: Harvard University Press, 1991.)

norte-americana, não se olvide das diferenças existentes entre a sua aplicação no Brasil e nos Estados Unidos.¹⁵³

Para que seja possível a aplicação da *business judgment rule* no direito brasileiro¹⁵⁴ é necessário o preenchimento de cinco requisitos:¹⁵⁵ (i) haver uma decisão, não abarcando as condutas omissivas, ou seja, sendo necessário um ato comissivo;¹⁵⁶ (ii) a inexistência de interesse financeiro ou benefício pessoal por parte do administrador, (iii) cumprimento da obrigação de se informar, (iv) persecução do interesse social e (v) conduta conforme a boa-fé objetiva.

Por essa razão, a *business judgment rule* traz em si um *standard*, exprimindo uma diretiva geral, um orientação que atuará como os trilhos de um trem a partir do qual se pode aferir a linha de conduta social média para fins de comparação à luz dos elementos concretos,¹⁵⁷ de

¹⁵³Mariana Pargendler aponta quatro diferenças principais entre a aplicação da *business Judgment Rule* no direito brasileiro e estadunidense: “(i) enquanto a primeira vem positivada em texto legal, a segunda tem origem jurisprudencial; (ii) a regra do art. 159, § 6º, confere amplo poder ao juiz para excluir ou não o dever de indenizar do administrador após a apreciação dos demais requisitos da responsabilidade civil; a *business judgment rule* consiste em presunção de que a decisão foi tomada de boa-fé tendo em vista o melhor interesse da companhia, presunção esta que apenas pode ser ilidida mediante demonstração de violação dos deveres fiduciários; (iii) a literalidade do art. 159, § 6º, sugere um amplo campo de aplicação, ao passo que a *business judgment rule* reconhecidamente não isenta de responsabilidade os administradores em situação de conflito de interesses; e (iv) o art. 159, § 6º, faz referência genérica a “administradores,” o que compreenderia tanto os membros do Conselho de Administração como os integrantes da Diretoria; há, como visto, profunda incerteza no direito norte-americano quanto à possibilidade de invocar-se a *business judgment rule* relativamente aos diretores (*officers*).” (PARGENDLER, Mariana. *Responsabilidade Civil dos Administradores e Business Judgment Rule no Direito Brasileiro*. In LUPION, Ricardo (org.). *40 anos da Lei 6404/76: Inovações, Desafios e Perspectivas*. Porto Alegre: Editora Fi, 2016, p. 295).

¹⁵⁴A CVM no PAS 2005/1443 empregou três requisitos para aplicar a *business judgment rule*: “Em razão da regra da decisão negocial, o Poder Judiciário americano preocupa-se apenas com o processo que levou à decisão e não com o seu mérito. Para utilizar a regra da decisão negocial, o administrador deve seguir os seguintes princípios: (i) Decisão informada: A decisão informada é aquela na qual os administradores basearam-se nas informações razoavelmente necessárias para tomá-la. Podem os administradores, nesses casos, utilizar, como informações, análises e memorandos dos diretores e outros funcionários, bem como de terceiros contratados. Não é necessária a contratação de um banco de investimento para a avaliação de uma operação; (ii) Decisão refletida: A decisão refletida é aquela tomada depois da análise das diferentes alternativas ou possíveis consequências ou, ainda, em cotejo com a documentação que fundamenta o negócio. Mesmo que deixe de analisar um negócio, a decisão negocial que a ele levou pode ser considerada refletida, caso, informadamente, tenha o administrador decidido não analisar esse negócio; e (iii) Decisão desinteressada: A decisão desinteressada é aquela que não resulta em benefício pecuniário ao administrador. Esse conceito vem sendo expandido para incluir benefícios que não sejam diretos para o administrador ou para instituições e empresas ligadas a ele. Quando o administrador tem interesse na decisão, aplicam-se os standards do dever de lealdade (*duty of loyalty*)” (PAS CVM 2005/1443, Diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa, J. 10.05.2006).

¹⁵⁵EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Vol. 2. 1ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 357.

¹⁵⁶Para aplicação da *Business Judgment Rule* é necessário haver uma decisão negocial. Nesse sentido: YAZBEK, Otávio. Representações do dever de diligência na doutrina jurídica brasileira: um exercício e alguns desafios. In: KUYVEN, Luiz Fernando Martins (org.). *Temas essenciais de direito empresarial: estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa*. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 942.

¹⁵⁷Evidenciando a necessidade de análise casuística acerca da aplicação da *business judgment rule*, ver PAS CVM 08/05: “existem situações que recomendam uma supervisão mais rigorosa por parte da CVM. É o que ocorre nas incorporações de controladas, pois elas afetam diretamente os interesses do acionista que elegeu a maioria dos administradores e que pode demiti-los a qualquer tempo. Em tais operações, existem boas razões para afastar a *business judgment rule* e examinar mais a fundo as decisões da administração, como indica a jurisprudência norte-americana sobre o assunto” (PAS CVM 08/05, Diretor Eli Loria, J. 12.12.2007).

modo amplo e flexível, visando dar conta das variadas situações da vida empresarial.¹⁵⁸ Não obstante, a presunção trazida pela *business judgment rule* é superável pela demonstração de uma conduta aquém dos padrões de diligência ou pela comprovação da falta de informação adequada acerca das decisões a serem tomadas.¹⁵⁹ Essa presunção traz o ônus da prova para quem contestar a decisão dos administradores, devendo-se preservar a esfera jurídica desses e a higidez das suas decisões enquanto não sobrevierem indicativos que apontem para a inobservância do padrão que lhes é exigível.¹⁶⁰

Por conta da *business judgment rule* há de se reconhecer um espaço de discricionariedade para os administradores ponderarem a pertinência de realização de *due diligence* em uma operação de M&A. Em contrapartida, não se pode olvidar da incidência de deveres que apontam para a necessidade dos administradores buscarem a valorização da posição dos acionistas e a proteção desses.¹⁶¹ Assim, é necessário fazer uma compatibilização e concretização da incidência dos deveres dos administradores no contexto de operações societárias.

Por ser requisito para a aplicação da *business judgment rule*, há de haver observância do dever de se informar. Apesar de esse ser um dever no plano *interna corporis*, a sua caracterização jurídica no plano *externa corporis*, e especialmente ao tratar com parceiros negociais, parece melhor se enquadrar na figura de ônus jurídico.¹⁶²

Especificamente no contexto de uma operação de M&A, há a incidência do ônus de se informar do comprador. Em contratos paritários o dever de informar convive com o ônus de se informar, pois a diligência em relação aos próprios interesses decorre tanto da autonomia privada quanto do critério da razoabilidade.¹⁶³

A incidência desse ônus ocorre independentemente do adquirente ser pessoa física ou jurídica. Assim, o que de fato incide para os administradores de sociedade – e há de ser observado enquanto presentes do comprador pessoa jurídica – é o ônus auto informacional. Desse modo, a diligência para com os próprios interesses no plano contratual leva à solicitação

¹⁵⁸ALVES, Giovani Ribeiro Rodrigues; SANTOS, Luccas Farias. A Administração de Sociedades e a Business Judgment Rule sob o Enfoque do Direito Brasileiro: Compreensão e Adequação. *RJLB*, ano 5, nº 5, p. 695-716, 2019, p. 706.

¹⁵⁹EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Vol. 2. 1ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 357.

¹⁶⁰ALVES, Giovani Ribeiro Rodrigues; SANTOS, Luccas Farias. A Administração de Sociedades e a Business Judgment Rule sob o Enfoque do Direito Brasileiro: Compreensão e Adequação. *RJLB*, ano 5, nº 5, p. 695-716, 2019, p. 707.

¹⁶¹REBELO, Nikolai Sosa. *Os deveres fiduciários dos administradores de S.A. em operações de fusões e aquisições*. Porto Alegre: Livraria do Advogado Editora, 2015, p. 137.

¹⁶²GRAU, Eros Roberto. Nota sobre a Distinção entre Obrigação, Dever e Ônus. *Revista da Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo*, vol. 77, p. 177-183, 1982, p. 181 ss.

¹⁶³MARTINS-COSTA. Um Aspecto da Obrigação de Indenizar: notas para uma sistematização dos deveres pré-negociais de proteção no direito civil brasileiro. *Revista dos Tribunais*, vol. 867, p. 11-51, 2008, p. 17.

à contraparte das informações que se estimar necessárias para ponderar o aceite ou não de determinada relação contratual.¹⁶⁴

Cabe à parte que deseja informações empregar os esforços razoáveis para conhecer o que for útil para a contratação.¹⁶⁵ A extensão desse ônus varia conforme as circunstâncias do caso concreto,¹⁶⁶ podendo ter dimensões bastantes reduzidas.¹⁶⁷ Nesse sentido, o que se deve aferir é se as medidas usualmente seguidas para averiguar as informações foram tomadas, ou se – pelo contrário – restou o contratante inerte.¹⁶⁸ Se a parte tomou tais medidas, houve satisfação do seu ônus jurídico.¹⁶⁹

Dessa forma, o grau de cautela exigível das partes é polarizado pelas circunstâncias que envolvem o negócio em concreto.¹⁷⁰ Portanto, o que tem de ser observado pelos administradores de sociedade, enquanto faceta do dever de diligência, é o ônus auto informativo aplicável à generalidade das operações de M&A. Porém, dele não se deriva um dever dos administradores de realizar *due diligence*.

CONCLUSÃO

O presente trabalho teve o propósito de analisar a existência ou não de um dever de realizar *due diligence* no contexto de uma operação de M&A. Especificamente, foi analisado se os administradores da sociedade compradora estariam obrigados a conduzir uma *due diligence* na sociedade-alvo, enquanto faceta do seu dever de diligência.

¹⁶⁴MARTINS-COSTA, Judith. *A Boa-fé no Direito Privado: Critérios para a sua Aplicação*. 2ª ed. São Paulo: Saraiva, 2018, p. 592.

¹⁶⁵BENETTI, Giovana. *Dolo no Direito Civil: uma análise da omissão de informações*. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 251.

¹⁶⁶GREZZANA, Giacomo. *A Cláusula de Declarações e Garantias em Alienações de Participações Societárias*. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 255.

¹⁶⁷BENETTI, Giovana. *Dolo no Direito Civil: uma análise da omissão de informações*. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 248.

¹⁶⁸MARTINS-COSTA, Judith. Os regimes do dolo civil no Direito Brasileiro: dolo antecedente, vício informativo por omissão e por comissão, dolo acidental e dever de indenizar. *Revista dos Tribunais*, n.º 923, p.115-143, 2012, p. 134.

¹⁶⁹MARTINS-COSTA, Judith. *A Boa-fé no Direito Privado: Critérios para a sua Aplicação*. 2ª ed. São Paulo: Saraiva, 2018, p. 593.

¹⁷⁰Por exemplo, menciona-se caso em que o TJSP considerou não diligente o comprador que deixou de tomar providências ordinárias de acautelamento. “E, justamente quanto a esse aspecto, a verdade é que o autor, ao adquirir quotas sociais ofertadas em anúncio de jornal antes mesmo de averiguar a situação operacional da respectiva pessoa jurídica, deixou por evidente de se cercar de cautelas usualmente adotadas em negócios dessa natureza, o que inviabiliza, à luz do raciocínio acima exposto, a invalidação do contrato questionado a partir da simples assertiva de que a cedente teria assegurado a percepção de ganhos financeiros, na medida em que notoriamente conhecidos os riscos associados ao exercício de atividade empresária, os quais tornam incerta a obtenção de lucro. (TJSP, apelação n. 0040958-31.2010.8.26.0114, Rel. Des. Fabio Tabosa, j. 27.6.2016).

Em relação a primeira questão, observou-se não haver um dever geral e abstrato de realizar *due diligence*. Em verdade, há ampla liberdade para as partes conformarem a operação, havendo uma gama de situações que justificam a não realização de uma auditoria na sociedade-alvo. Em fase de tratativas e em relação paritária se está em espaço de ampla liberdade, sendo a *due diligence*, no máximo, uma boa prática. Porém, da sua inocorrência não se pode derivar negligência ou descuido por parte do comprador.

Em relação a segunda questão, o dever de diligência dos administradores não parece também impor a realização de *due diligence*. Por força da *business judgment rule*, deve-se reconhecer a liberdade para que esses tomem decisões negociais, dentre as quais está a não realização de *due diligence*.

Em termos sintéticos, o que deve ser observado é o ônus de autoinformação. Esse incide independentemente do comprador ser pessoa física ou jurídica. Entretanto, disso não se deriva a existência de um dever de realizar *due diligence*.

É perfeitamente possível a sua não ocorrência diante de determinadas circunstâncias negociais ou da adoção de fórmulas contratuais específicas. Diante de um desses cenários, não há desleixo, negligência ou inobservância do dever de diligência por parte dos administradores de sociedade.

Portanto, parece ser inadequado de se falar em um “dever jurídico” de realizar *due diligence* à luz do direito brasileiro. A opção de um administrador de não a conduzir pode ser resguardada pela aplicação da *business judgment rule*, estando preenchidos os critérios para a sua incidência.

REFERÊNCIAS

ABLA, Maristela Sabbag. Sucessão Empresarial – Declarações e Garantias – o Papel da Legal *Due Diligence*. In: DE CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; DE ARAGÃO, Leandro Santos (Coords.). *Reorganização Societária*. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A e as Ações Correlatas*. São Paulo: Saraiva, 2009.

AKERLOF, George A. The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, v. 84, p. 488-500, 1970.

ALLEN, William T.; KRAAKMAN, Reinier; SUBRAMANIAN, Guhan. *Commentaries and Cases on the Law of Business Organizations*. 4ª ed. New York: Wolters Kluwer Law&Business, 2012.

ALVES, Giovani Ribeiro Rodrigues; SANTOS, Luccas Farias. A Administração de Sociedades e a Business Judgment Rule sob o Enfoque do Direito Brasileiro: Compreensão e Adequação. *RJLB*, ano 5, nº 5, p. 695-716, 2019.

ATIYAH, Patrick Selim. *An Introduction to the Law of Contract*. 5ª ed. Oxford: Clarendon Press, 1995.

BAINBRIDGE, Stephen M. *Mergers and Acquisitions*. Thompson Reuters, 2012.

BENETTI, Giovana. *Dolo no Direito Civil: uma análise da omissão de informações*. São Paulo: Quartier Latin, 2019.

BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. *Compra e Venda de Participações Societárias de Controle*. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

COMIRAN, Giovana Cunha. *Os Usos Comerciais: da formação dos tipos à interpretação e integração dos contratos empresariais*. 345f. Tese de Doutorado. Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2017.

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

COUTINHO, Sérgio Mendes Botrel. *Fusões e Aquisições*. São Paulo: Saraiva, 2016.

COUTO E SILVA, Clóvis do. *A Obrigação como Processo*. Rio de Janeiro: FGV Editora, 2006.

DAVID, René. *Os grandes sistemas do direito contemporâneo*. 5ª ed. São Paulo: Martins Fontes, 2014.

EASTERBROOK, Frank; FISCHER, Daniel R. *The economic structure of corporate law*. Cambridge: Harvard University Press, 1991.

EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Vol. 3. 2ª ed. São Paulo: Editora Quartier Latin, 2011.

FORGIONI, Paula. *Contratos Empresariais: teoria geral e aplicação*. 2ª ed. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2016.

FRADERA, Véra Jacob de. Informar ou não informar nos contratos, eis a questão! _____.; MARTINS-COSTA, Judith (org.). *Estudos de Direito Privado e processo civil: em homenagem a Clóvis do Couto e Silva*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2014.

_____. Dano pré-contratual: uma análise comparativa a partir de três sistemas jurídicos, o continental europeu, o latino-americano e o americano do norte. *Revista de Informação Legislativa*, Brasília, v. 136 p. 169-180, 1997.

GARCIA, Ricardo Lupion. *Boa-fé objetiva nos contratos empresariais: contornos dogmáticos dos deveres de conduta*. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 2011.

GILSON, Ronald J. Value Creation by Business Lawyers: Legal Skills and Asset Pricing. *Yale Law Journal*, vol. 94, no. 2, p. 239-314, 1984.

GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. *Manual das Companhias*. 3ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2013.

GRAU, Eros Roberto. Nota sobre a Distinção entre Obrigação, Dever e Ônus. *Revista da Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo*, vol. 77, p. 177-183, 1982.

GREZZANA, Giacomo. *A Cláusula de Declarações e Garantias em Alienações de Participações Societárias*. São Paulo: Quartier Latin, 2019.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Responsabilidade dos Administradores de Sociedades Anônimas. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n.º 42, abril/junho de 1981.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. A Obrigação de Melhores Esforços (*Best Efforts*). *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n.º 134, p. 7-11, 2004.

JOHNSON, Henry F. *Strict fiduciary duty in close corporations: a concept in search of adoption*. In: *California Western Law Review*, v. 18, n.º 1, pp. 1-27, 1981.

KALANSKY, Daniel; SANCHEZ, Rafael Biondi. *Sandbagging Clauses nas Operações de Fusões e Aquisições (M&A)*. In: Henrique Barbosa; Sergio Botrel (Orgs.). *Novos temas de Direito e Corporate Finance*. São Paulo: Quartier Latin, 2019.

KUYVEN, Luiz Fernando Martins. Cooperação como princípio diretor dos contratos: a lição dos acordos de acionistas. In: _____. *Temas essenciais de direito empresarial: estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa*. São Paulo: Editora Saraiva, 2012.

MARTINS-COSTA, Judith. *A Boa-fé no Direito Privado: Critérios para a sua Aplicação*. 2ª ed. São Paulo: Saraiva, 2018.

_____. Os regimes do dolo civil no Direito Brasileiro: dolo antecedente, vício informativo por omissão e por comissão, dolo acidental e dever de indenizar. *Revista dos Tribunais*, n.º 923, p.115-143, 2012.

_____. Um Aspecto da Obrigação de Indenizar: notas para uma sistematização dos deveres pré-negociais de proteção no direito civil brasileiro. *Revista dos Tribunais*, vol. 867, p. 11-51, 2008.

MENDES-MEDEIROS, Mariana. *Cláusulas de Declarações e Garantias nos Contratos Internacionais de Aquisição de Empresas ou de Ativos*. 292 f. Dissertação de Mestrado. Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. Orientador Prof. Dr. Luiz Olavo Baptista. São Paulo, 2006.

MENKE, Fabiano. Arts. 104 a 185. In: NANNI, Giovanni Ettore (Coord.). *Comentários ao Código Civil: Direito Privado Contemporâneo*. São Paulo: Saraiva, p. 181-294, 2018.

O'NEILL, Terry A. Self-interest and concern for others in the owner-managed firm: a suggested approach to dissolution and fiduciary obligation in close corporations. *Corporate Practice Commentator*, New York, p. 578-640, 1992-1993.

PARGENDLER, Mariana. The Rise and Decline of Legal Families. *American Journal of Comparative Law*, vol. 60, no. 4, p. 1043-1074, 2012.

_____.; PORTUGAL GOUVÊA, Carlos. *As Diferenças entre Declarações e Garantias e os Efeitos do Conhecimento*, 2020.

PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito Privado*. Tomo I. Atualizado por Judith Martins-Costa; Gustavo Luís da Cruz Haical e Jorge Cesa Ferreira da Silva. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2012.

_____. Responsabilidade Civil dos Administradores e Business Judgment Rule no Direito Brasileiro. In LUPION, Ricardo (org.). *40 anos da Lei 6404/76: Inovações, Desafios e Perspectivas*. Porto Alegre: Editora Fi, 2019.

REBELO, Nikolai Sosa. *Os deveres fiduciários dos administradores de S.A. em operações de fusões e aquisições*. Porto Alegre: Livraria do Advogado Editora, 2015.

SCHWEITZER, Heike. Private legal Transplants in Negotiated Deals. *European Company and Financial Law Review*, 2007, p. 79-125.

STAJN, Rachel. *Direito Societário e Informação*. In: Rodrigo Rocha Monteiro de Castro, Walfrido Jorge Warde Júnior e Carolina Dias Tavares Guerreiro (Coord.). *Direito Empresarial e outros estudos de Direito em Homenagem ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro*. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro*. Vol. II. São Paulo: Livraria e Editora José Bushatsky LTDA, 1979.

THOMPSON, Robert. Toward a new theory of the shareholder role: "sacred space" in corporate takeovers. *Texas Law Review*, v. 80, dez. 2001.

TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. *O Conselho de Administração na Sociedade Anônima: estrutura, funções e poderes, responsabilidade dos administradores*. São Paulo: Atlas, 1997.

YAZBEK, Otávio. Representações do dever de diligência na doutrina jurídica brasileira: um exercício e alguns desafios. In: KUYVEN, Luiz Fernando Martins (org.). *Temas essenciais de direito empresarial: estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa*. São Paulo: Saraiva, 2012.

Recebido em: 31/12/2020

Aceito em: 28/03/2021

