

A grayscale top-down view of a desk. In the center, a person's hands are typing on a laptop. To the left, a coffee cup sits on a saucer. To the right, a bouquet of white roses is wrapped in paper. Below the laptop, there are several spiral-bound notebooks, one of which has a map on its cover. A pen and a small jar are also visible on the desk. The overall scene suggests a professional or creative workspace.

# GUIA PRÁTICO DE DUE DILIGENCE

**IDEFA** |

# Guia prático de Due Diligence

Publicado pelo Instituto de  
Desenvolvimento Empresarial e Fusões  
e Aquisições (IDEFA). Curitiba, 2023.

# Sumário

## **1. Aspectos gerais da due diligence**

1.1. O que é due diligence, sua importância e objetivos

1.2. Momento de realização

1.3. Cuidados no Buy Side e Sell Side

1.4. Modalidades de due diligence

1.4.1. Due diligence legal

1.4.1.1. Esfera societária

1.4.1.2. Esfera cível

1.4.1.3. Esfera trabalhista

1.4.1.4. Esfera de propriedade intelectual, industrial, tecnologia da informação e atendimento à Lei Geral de Proteção de Dados

1.4.1.5. Esfera tributária

1.4.1.6. Esfera ambiental e regulatória

1.4.2. Due diligence contábil

1.4.3. Due diligence operacional

1.5. Particularidades da due diligence em startups

1.6. Due diligence em companhias abertas

## **2. Fases da due diligence**

2.1. Fase de coleta de dados

2.2. Fase de análise de dados

2.3. Fase de interpretação de informações

2.4. Fase de conclusão

## **3. Aspectos práticos da due diligence**

3.1. Análise dos riscos e prognósticos

3.2. Consequências da due diligence

3.3. O papel dos advogados

3.4. O papel dos assessores financeiros

# Introdução

Este guia foi elaborado para orientar o leitor com relação ao momento, relevância e pontos de atenção na realização de uma due diligence. O foco deste material é direcionado aos sócios e diretores de empresas, profissionais dos setores jurídico, financeiro e de investimentos que atuam no setor de M&A, assim como pessoas envolvidas nos demais aspectos do processo de investigação que envolve uma due diligence.

Este guia é estruturado em três principais seções: aspectos gerais, fases e aspectos práticos da due diligence.

Apesar de ter como objetivo fornecer, de forma didática e de qualidade, uma diretriz com relação às melhores práticas dos procedimentos de due diligence, com base no conhecimento técnico e experiência dos autores, não pretendemos exaurir as questões aqui abordadas. O presente guia é meramente ilustrativo e não constitui, em hipótese alguma, aconselhamento jurídico, financeiro ou de investimento.

A concepção e elaboração deste guia couberam a Maurício Maciel, Thainá Cavalcanti, Isabel Calvario, Roger Ribas, Pedro Delattre Rissio, e Vitória Bilibio, do Marins Bertoldi Advogados, e Moacir Vieira, da Value Group. A revisão final do texto foi realizada por Gustavo Ribeiro, da Valore Elbrus.

# 1. Aspectos gerais da *due diligence*

## 1.1. O que é *due diligence*, sua importância e objetivos

A *due diligence* é uma etapa fundamental em operações de fusões e aquisições, ainda que não seja obrigatória, realizando-se antes ou durante a negociação.

A partir de um levantamento de fatos, informações e documentos criterioso, o trabalho analisa e identifica as contingências e os passivos já materializados que poderão, de algum modo, impactar no fechamento da transação ou na empresa alvo e nos adquirentes após a conclusão da operação de M&A. O resultado do trabalho tem por objetivo principal auxiliar a parte compradora na tomada de decisões quanto à conclusão da transação, à precificação, à estrutura da operação e das garantias a serem negociadas. Do mesmo modo, quando contratada pela parte vendedora, a *due diligence* permite a adoção de medidas preparatórias que reduzam o risco para os adquirentes e a necessidade de garantias e retenções de preço, assim como pode elevar a atratividade, a velocidade da transação e, eventualmente, o valor da futura transação.

Deste modo, esta espécie de levantamento, ao investigar a empresa alvo para viabilizar a aquisição saudável do negócio, garante aos possíveis compradores um maior entendimento acerca da transação que pretendem realizar, a partir de informações que revelem a real situação da empresa analisada e de seus sócios.

A *due diligence* oferece, também, vantagens para as empresas que as conduzem previamente à venda, como, por exemplo, melhorando seu posicionamento no mercado e processos de planejamento do negócio, contribuindo para as finanças empresariais e, até mesmo, auxiliando no planejamento da fase de integração entre as empresas após a concretização da operação de M&A. Ou seja, há possibilidade de realização da *due diligence* visando avaliar riscos e oportunidades financeiras e jurídicas pelo próprio alvo, tornando possível a implementação de planos de negócio voltados ao aumento da performance e do valor da empresa auditada, tornando-a mais atrativa a potenciais compradores e investidores.

Em suma, a due diligence oferece às partes uma maior transparência acerca das particularidades da empresa alvo envolvida na transação, garantindo que as movimentações em direção ao fechamento da operação de M&A – ou não – sejam realizadas a partir de informações claras e precisas.

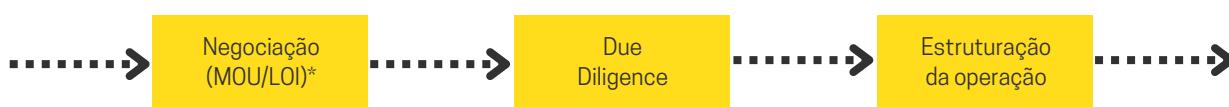
## 1.2. Momento de realização

A due diligence é, costumeiramente, um apoio para a concretização de operações de M&A e, independentemente do formato da operação, recomenda-se que a due diligence seja realizada previamente à conclusão da transação e conduzida pelos compradores: os maiores interessados na compreensão do negócio a ser adquirido.

Contudo, não é rara a realização de due diligence pelos vendedores, previamente ao início das negociações com o(s) potencial(is) comprador(es), buscando mapear riscos, além de regularizar possíveis desconformidades que possam impactar no preço de aquisição da empresa alvo ou até mesmo inviabilizar a transação.

De forma geral, portanto, as transações precedidas de due diligence favorecem à conclusão da operação, pois, ao conhecer grande parte dos riscos envolvidos, as partes sentem-se mais aptas à tomada de decisão, apoiando-se em medidas para mitigação dos riscos. Recomenda-se, de forma geral, a utilização do resultado do relatório final da due diligence para a elaboração de cláusulas personalizadas e adequadas à operação de M&A em estudo.

O tempo para finalização de uma due diligence completa e abrangente tende a variar de 3 a 6 meses, a depender de fatores como o porte da empresa alvo, quantidade de estabelecimentos e localidades, a complexidade da transação, a especialidade dos auditores e o prazo de disponibilização dos documentos solicitados. Na prática, no entanto, a urgência para a conclusão da transação é um grande fator de influência na duração da due diligence.



(Recorte da linha do tempo de uma transação de M&A)  
\*Memorando de Entendimentos/Carta de Intenções

## 1.3. Cuidados no Buy Side e Sell Side

É esperado dos vendedores (Sell Side) o dever de informar aos compradores suas informações operacionais e não operacionais, não só em decorrência de eventual contrato ou pré-contrato celebrado entre as partes, mas também do princípio da boa-fé objetiva. No entanto, a análise de dados e informações de um negócio por completo pode, muitas vezes, causar certo desconforto a quem deve oferecê-las, especialmente porque existem dados sensíveis de caráter confidencial da empresa que, por sua vez, são permeados pelo dever de não informar, como informações concorrenciais e de mercado.

Por outro lado, os compradores (Buy Side) têm o dever de se informar acerca dos riscos que transpassam o objeto de aquisição, a fim de melhor negociarem o preço do negócio e as possíveis garantias por passivos já materializados e contingências. Vale ressaltar que o conflito de interesses é intrínseco a qualquer negociação bilateral, devendo as partes realizar seus pedidos de forma a justificar o equilíbrio ideal de disponibilização de informações e permitir o desenvolvimento da transação.

As partes também podem optar por designar uma terceira equipe imparcial com acesso integral às informações – inclusive sensíveis e confidenciais – das empresas envolvidas (Clean Team), a qual deve operar sob rigorosos protocolos antitruste e tem como objetivo orientar as tomadas de decisão com base no processamento e na avaliação dos dados enviados, cujas especificidades não podem ser compartilhadas externamente.

Também é recomendada a assinatura de acordo de confidencialidade (Non-Disclosure Agreement ou NDA) para resguardar as informações compartilhadas, considerando que a divulgação pode causar prejuízos de grande monta à empresa alvo, fornecendo vantagens indevidas aos potenciais compradores e, ainda, representar o descumprimento de determinadas normas, como, por exemplo, a Lei Geral de Proteção de Dados, Lei de Propriedade Industrial e atos normativos da Comissão de Valores Mobiliários - CVM.

## 1.4. Modalidades de due diligence

### 1.4.1. *Due diligence* legal

A due diligence legal é uma das principais formas de levantamento realizadas, tendo em vista a abrangência da sua utilidade, especialmente em operações de: (i) compra e venda de participações (integrais, minoritárias ou de controle); (ii) rodadas de investimento (anjo, seed, venture capital e private equity); (iii) mútuos e debêntures conversíveis; (iv) bônus de subscrição; (v) stock options; (vi) dissoluções parciais; (vii) aquisição de ativos; (viii) trespasses; (ix) incorporações; e (x) fusões.

O auxílio na tomada de decisões só é viável por meio da investigação de diversos fatos, documentos e informações, envolvendo, por exemplo: (i) aspectos societários; (ii) operações bancárias e financeiras (operações de debt realizadas pelo alvo); (iii) processos judiciais, administrativos, arbitrais ou procedimentos de mediação; (iv) contratos relevantes; (v) questões imobiliárias; (vi) coberturas securitárias; (vii) processos e rotinas trabalhistas; (viii) questões de propriedade intelectual, industrial, tecnologia da informação e atendimento à Lei Geral de Proteção de Dados (LGPD); (ix) aspectos tributários; (x) aspectos ambientais e regulatórios; e (xi) certidões judiciais e extrajudiciais dos órgãos competentes.

Contudo, ao contrário do que se imagina, não existe um escopo padrão e limitado de informações a serem analisadas, pois este dependerá do tipo de operação a ser realizada, bem como do apetite de risco das partes envolvidas. Vale ressaltar, é claro, que novas informações podem surgir no curso da due diligence e o escopo pode e deve ser ajustado para responder às questões supervenientes. Além disso, vale lembrar que a separação temática da due diligence se trata de uma divisão meramente didática, não podendo ser desconsiderada a interseção fática entre os temas analisados.

#### 1.4.1.1. Esfera societária

A due diligence no âmbito societário busca analisar aspectos estruturais da empresa alvo que se mostrem relevantes para a operação pretendida, como, por exemplo: o tipo societário; a estrutura e o organograma da empresa; os deveres e



direitos dos sócios, bem como demais disposições dos atos constitutivos e/ou alterações de estatuto ou contrato social, podendo esta análise, inclusive, retroagir desde a constituição da empresa alvo. Além disso, verifica-se a regularidade dos atos societários praticados até então, com análise de atas de assembleias ou reuniões de sócios, do conselho de administração, do conselho fiscal e da diretoria.

Com base neste exame, portanto, é possível analisar a organização da estrutura da sociedade e de seus órgãos de administração, bem como de eventuais procuradores constituídos, questões que podem impactar nos contratos definitivos da operação de M&A. Também são examinadas as operações de investimento e equity já realizadas pela empresa alvo.

A partir desta análise, é comum que sejam sugeridas alterações ou regularizações societárias como condições precedentes ao fechamento da transação, visando a adequação prévia da empresa alvo.

### **1.4.1.2. Esfera cível**

A esfera cível é uma das mais amplas da due diligence, com diversas interseções aos aspectos societários, trabalhistas, tributários, regulatórios e contábeis da empresa alvo. Neste sentido, portanto, a experiência do time de advogados é um diferencial na condução da due diligence, visto que os reflexos de um contrato ou processo judicial, por exemplo, podem impactar em outras áreas da due diligence e na própria transação pretendida.

Neste exame são analisados os contratos da empresa alvo (individualmente ou por amostragem), podendo abranger contratos com clientes, investidores, sócios, fornecedores, colaboradores, seguros, assim como as operações bancárias e financeiras, dentre outros, garantindo uma visão contratual global e de compliance da sociedade auditada. Também são analisadas as questões imobiliárias da empresa alvo, seja enquanto proprietária, comodante, comodatária, locadora ou locatária de bens.

No aspecto contencioso, são estudados os processos judiciais, administrativos, arbitrais e eventuais procedimentos de mediação que envolvam a empresa alvo, seja no polo ativo (para levantamento de possíveis superveniências ativas) ou no polo passivo

(para mensuração do passivo e das contingências).

### 1.4.1.3. Esfera trabalhista

A *due diligence* trabalhista consiste na avaliação da situação da empresa alvo em relação aos seus empregados e colaboradores. Para tanto, diversos tipos de documentos devem ser analisados de forma detalhada, visando compreender as práticas trabalhistas e seus pontos de atenção.

São examinados, por exemplo, o formato de contratação e remuneração, o controle médico de saúde ocupacional, controle e uso de equipamentos de proteção individual (EPI), relatórios de controle de permanência e históricos de acidentes ocorridos no ambiente de trabalho, a fim de entender possíveis riscos à forma que as atividades são exercidas na sociedade auditada.

Em relação ao contencioso, analisam-se os processos trabalhistas em andamento, diante das potenciais perdas para a empresa alvo que poderão decorrer destes litígios.

Dito isso, a análise trabalhista é de suma importância para a consumação da operação de M&A pretendida, tendo em vista que a existência de contingências ou passivos já materializados desta natureza na empresa alvo pode representar relevante risco para o comprador.

### 1.4.1.4. Esfera de propriedade intelectual, industrial, tecnologia da informação e atendimento à Lei Geral de Proteção de Dados

Na *due diligence* também são analisadas questões de propriedade intelectual e industrial da empresa alvo, enquanto titular ou legítima possuidora/licenciada das tecnologias que utiliza, sejam software, patentes, marcas, invenções, dentre outras.

Além disso, com o advento da Lei Geral de Proteção de Dados, todas as empresas necessitam adequar o tratamento dos dados pessoais aos quais tenham acesso, sejam de terceiros, clientes ou mesmo de seus próprios colaboradores. Desta forma, é possível a realização de *due diligence* de políticas internas da empresa quanto aos dados pessoais, como também das práticas de tecnologia da informação quanto ao tratamento destes dados.

### 1.4.1.5. Esfera tributária

A *due diligence* tributária tem por objetivo analisar os registros e informações fiscais da empresa alvo, avaliando a sua conformidade sob os aspectos tributários, bem como averiguando eventuais riscos e passivos tributários, prestando-se também, portanto, à verificação dos processos internos e de eventuais inconsistências entre valores de impostos apurados e informados em obrigações acessórias.

Os procedimentos são realizados, em regra, por meio de técnicas de *due diligence* tributária digital, o que consiste na análise da escrituração fiscal em conjunto com os movimentos de entradas e saídas, apontando possíveis riscos das informações prestadas em não conformidade com as legislações municipal, estadual e federal. O resultado do trabalho é demonstrado por relatórios que evidenciam os pontos de alerta e os riscos encontrados nas apurações testadas, bem como cálculos de matriz de risco e contingências (se houver).

Também são verificadas as certidões negativas de débitos federais, estaduais e municipais, além dos relatórios emitidos pelo E-CAC e pelas Secretarias Fazendárias, documentos estes que possibilitam o conhecimento da parte compradora sobre eventuais irregularidades, inclusive, o descumprimento de obrigações acessórias, bem como a possível existência de autuações e débitos inscritos em dívida ativa.

Dada a complexidade do sistema tributário nacional, é possível que os sócios e os administradores da empresa alvo desconheçam determinadas pendências com o fisco, surgindo situações que podem vir a representar significativo risco para o funcionamento saudável do negócio e, por consequência, impactar na operação de M&A pretendida.

### 1.4.1.6. Esfera ambiental e regulatória

A depender da natureza da atividade desenvolvida, pode-se elencar entre os maiores riscos a que as empresas se sujeitam, aqueles de natureza ambiental, os quais podem gerar passivos de grande monta, comprometendo a saúde do negócio e continuidade da empresa. Isto porque a legislação brasileira trata do assunto – e pune as infrações ambientais – com extremo rigor.

Vale ressaltar que o meio ambiente goza de proteção constitucional e que a Política Nacional do Meio Ambiente (Lei nº 6.938/1981) prevê no § 1º do seu art. 14 que o poluidor é obrigado a reparar ou indenizar os danos causados ao meio ambiente e a terceiros afetados por sua atividade, independentemente da existência de culpa.

Em conjunto com a *due diligence* ambiental, normalmente se avaliam, também, questões regulatórias relativas aos alvarás e as licenças necessárias para o exercício da atividade, como, por exemplo: alvará de funcionamento e localização; certificado de vistoria do Corpo de Bombeiros, licença sanitária, entre outros.

## 1.4.2 *Due diligence* contábil

A *due diligence* contábil tem por objetivo analisar os registros e informações contábeis da empresa alvo para avaliar a sua saúde e a higidez financeira, bem como avaliar eventuais riscos, prestando-se também, portanto, para a verificação dos processos internos e de compliance financeiro do alvo.

Na *due diligence* contábil é importante manter atualizadas e conciliadas as demonstrações financeiras, tais como Balanço Patrimonial, Demonstração do Resultado de Exercício (DRE) e demonstrativos financeiros e econômicos, incluindo: Cálculo do EBITDA, Necessidade de Capital de Giro (NCG) e Demonstração Fluxo de Caixa (DFC).

Neste escopo também são validados os saldos das contas de disponibilidades (caixas, bancos e aplicações financeiras), recebíveis, créditos, fornecedores, empréstimos, financiamentos e conciliação de contas de partes relacionadas (saldos *intercompany* e detalhamentos) e demais contas que compõem as rubricas do ativo e passivo do balanço patrimonial.

Importante mencionar que, na *due diligence* contábil, indica-se que as contas de estoques e imobilizado sejam inventariadas fisicamente para assegurar a composição entre o saldo contábil e a confirmação do saldo físico, bem como a valoração dos itens a preço de mercado e de custo.

### 1.4.3. Due diligence Operacional

A *due diligence* operacional, ao contrário das demais *due diligence*, tem por escopo aferir a criação de valor e não apenas os potenciais riscos da operação. Desta forma, pode-se dizer que enquanto os outros tipos de *due diligence* são voltados para análise de fatos presentes e pretéritos do alvo, de modo a identificar potenciais riscos e contingências existentes, a *due diligence* operacional se ocupa, primordialmente, em responder questões vindouras que podem impactar na geração de valor da empresa após a sua aquisição.

Todavia, ainda que se ocupe de questões futuras, a *due diligence* operacional permeia a operação de M&A em todas as suas fases, desde a escolha de alvos em potencial, avaliando seus modelos de negócios e as sinergias que poderão ser geradas pela aquisição, bem como potenciais pontos de melhoria quando da aquisição do negócio.

Assim, é possível dizer que a *due diligence* operacional, como o próprio nome sugere, ocupa-se em analisar detalhes da operação da empresa, inclusive em aspectos referentes a sua governança corporativa, de modo que, após criteriosa avaliação, é possível traçar um plano de geração de valor das empresas envolvidas na operação de M&A.

## 1.5. Particularidades de *due diligence* em startups

A *due diligence* em startups normalmente ocorre quando existe a intenção de ingresso de investidores e fundos de venture capital, vez que, para conseguir o aporte de capital almejado, faz-se necessário, além de várias rodadas de negociações, uma avaliação dos riscos pelo investidor.

A diferença reside no modo como a empresa deve se preparar para a realização da *due diligence*, tendo em vista que, por ser uma organização com pouca maturidade, geralmente não possui formalidade e governança corporativa bem definidas, sendo comumente recomendado aos sócios: (i) a separação completa da área financeira da empresa com a pessoal dos sócios; (ii) envolver a contabilidade e os advogados em decisões relevantes; (iii) o registro contábil de todas as movimentações realizadas e o

investimento em contabilidade estratégica, entre outros.

Desse modo, é fundamental que a chamada “política de conformidade” não seja uma mera preocupação eventual, mas que integre a cultura organizacional da empresa, alinhando as atribuições rotineiras com as melhores práticas de gestão. Com a implementação desta mentalidade e a realização de due diligences periódicas, a startup terá mecanismos para suprir as eventuais falhas encontradas e elaborar, desde logo, estratégias direcionadas a solidificar os processos internos da empresa.

## 1.6 *Due diligence* em companhias abertas

A *due diligence* também pode ser realizada em operações de M&A envolvendo companhias abertas, ainda que grande parte das informações relevantes sejam divulgadas ao público na abertura de capital e, posteriormente, na informações periódicas exigidas pela CVM (em especial o Formulário de Referência), e que os documentos financeiros e contábeis sejam regularmente auditados por empresas independentes e publicados, seguindo regras rígidas de governança corporativa fiscalizadas pelos órgãos reguladores competentes.

A *due diligence* também pode ser realizada previamente à abertura de capital (IPO) ou nova oferta pública de ações (*Follow on*), tendo como principal objetivo compilar todas as informações relevantes necessárias para a elaboração do prospecto acerca da oferta pública de ações que se pretende realizar, de modo a fornecer ao investidor elementos que o auxiliem em sua decisão quanto a aquisição das ações de emissão da companhia objeto da operação.

## 2. Fases da *due diligence*

De modo a melhor compreender o procedimento da *due diligence*, convencionou-se dividi-la em fases ou etapas. Na prática, muitas destas fases ocorrem de forma concomitante, podendo variar caso a caso, não havendo uma única classificação.

Todavia, em função do viés prático deste guia, utilizar-se-á da seguinte divisão: (i) fase de coleta de dados; (ii) fase de análise de dados; (iii) fase de interpretação de informações; e (iv) fase de conclusão; as quais serão analisadas abaixo.

## 2.1 Fase de coleta de dados

A fase de coleta de dados começa com o envio aos sócios da empresa alvo de uma lista de documentos (checklist), os quais deverão ser encaminhados para análise em prazo convencionado pelas partes. Esta fase é de extrema importância, pois é com base nos dados fornecidos que serão extraídas as informações que darão suporte à due diligence e, conseqüentemente, à operação de M&A em estudo.

Apesar de a fonte primária de dados ser a própria empresa alvo, alguns documentos podem ser obtidos de fontes variadas, inclusive públicas, sendo usual uma cooperação entre as partes na busca destes dados, respeitando os limites impostos pelo dever de sigilo em relação às informações de caráter não público e aos documentos obtidos, o qual pode decorrer tanto da assinatura do NDA, quanto pela obrigação legal do inciso XI do art. 195 da Lei de Propriedade Industrial.

Não existe uma regra para definir quais serão os documentos solicitados quando do envio do checklist, considerando que nenhuma operação de M&A é igual a outra. Uma due diligence pode abranger diversos escopos, os quais podem ser escolhidos durante a sua contratação.

Da mesma forma, existem documentos que somente fazem sentido ser solicitados a determinados tipos de empresa alvo. Por exemplo: não há razão para solicitar uma certidão da Junta Comercial caso a empresa alvo esteja registrada no cartório de registro de pessoas jurídicas.

Logo, para que o processo de due diligence se torne mais célere, evitando a busca de informações desnecessárias ou até mesmo inexistentes, é recomendável que seja enviado um checklist personalizado para cada operação de M&A. Ressalta-se que, mesmo assim, em razão da assimetria de informações, é natural que haja solicitações não aplicáveis ao caso concreto, fato que deverá ser explicado pela parte divulgadora das informações.

Durante a investigação no processo de due diligence, espera-se que a equipe de advogados disponibilize às partes um data room para fornecimento de documentos pela empresa alvo ou compartilhamento de documentos obtidos pelos assessores jurídicos

de forma independente, hospedado em plataformas que possuam, preferencialmente, ferramentas para restrição e controle dos acessos.

Uma vez em posse dos documentos necessários, tem-se início a próxima fase da *due diligence*.

## 2.2 Fase de análise de dados

Realizada a coleta, é chegada a hora de analisar, organizar e cruzar os dados levantados na fase anterior, para que seja possível extrair as informações que constituirão a base da operação.

É nesta fase que serão geradas as planilhas, listas e demais documentos com a finalidade de ordenar os dados coletados ou enviados pelo alvo.

A análise dos documentos constantes no *data room* poderá ser realizada, basicamente, de duas formas: integralmente ou por amostragem. Para que os documentos sejam analisados apenas por amostragem, devem ser preenchidos, ao menos, os seguintes requisitos: (i) excesso de documentos similares (como contratos de adesão), e/ou (ii) declaração por escrito do alvo de que os documentos possuem conteúdos semelhantes ou idênticos.

Ainda, é comum que as certidões emitidas por órgãos oficiais (de âmbitos cíveis, criminais, fiscais, trabalhistas, ambientais, entre outros) sejam obtidas pelo vendedor e/ou a equipe legal responsável pela condução da *due diligence*.

Também é importante que seja encaminhado pela empresa alvo um relatório sobre processos em que é parte como autora e réu (a denominada carta de circularização), para que tal documento auxilie na elaboração do prognóstico de perda (ou ganho) nos referidos processos (*risk assessment*).

Para além da análise de documentos, em alguns casos, pode ser necessária a verificação *in loco* da regularidade da atividade empresarial, por exemplo, tratando-se de questões ambientais.

Nesta fase também é comum a realização de entrevistas com os sócios e os gestores da empresa alvo para confirmação de certas informações, como, por exemplo, a inexistência de determinados documentos solicitados durante a *due diligence*.



## 2.3 Fase de interpretação de informações

Organizados os dados coletados e extraídas as informações pertinentes, tem início a fase de interpretação dos dados, na qual será produzido conhecimento mediante a aplicação das competências dos responsáveis técnicos.

É nesta etapa que se realiza o levantamento de eventuais contingências, com mensuração dos riscos encontrados para a operação, o que, a depender do contexto do negócio jurídico pretendido, poderão definir a realização, ou não, da transação de M&A em estudo.

A partir desta análise técnica, produzem-se relatórios parciais ou temáticos, mediante destaque dos pontos de atenção e possíveis pedidos de esclarecimentos ao alvo, para definição específica das contingências e riscos. Entrevistas com os sócios e gestores da empresa alvo também ocorrem nesta etapa, a fim de confirmar a interpretação das informações processadas.

## 2.4 Fase de conclusão

Esta é a fase que marca o encerramento do processo de *due diligence*, com a produção do relatório final de *due diligence* para apresentação à parte contratante dos trabalhos realizados, sendo que no caso em que o contratante é o comprador, com base no que lhe será exposto, este irá decidir pela continuidade ou não da operação de M&A, bem como permitirá que as condições precedentes, as obrigações de indenizar e as garantias sejam negociadas com maior assertividade visando a consumação da transação.

É neste relatório final que serão compiladas as contingências e pontos de atenção jurídicos e contábeis, os quais são levantados pelos técnicos das áreas contratadas para a *due diligence*, incluindo suas conclusões, implicações e recomendações sobre o que deve ser regularizado - antes ou após a consumação da operação.

Por questões práticas, considerando a necessidade de encerramento da *due diligence* em um tempo adequado para a realização da transação de M&A em negociação, visto que não se pode prolongá-la por tempo indefinido, ou ante a ausência de envio de alguns documentos por parte dos vendedores, não é incomum o encerramento da *due*

*diligence* antes da análise ou envio de todas as informações solicitadas aos sócios da empresa alvo. Nestes casos, os assessores incluem pontos de atenção quanto à existência de passivos e riscos ocultos, isto é, aqueles que não se revelaram durante a realização da *due diligence* e não são revelados pela empresa alvo, além de ressalvas para inclusão nas declarações e garantias do contrato final.

Vale destacar que a conclusão da *due diligence* sempre ficará restrita ao escopo da investigação e às informações e documentos disponibilizados desde o seu início. Além disso, geralmente não são feitas verificações ou investigações com relação à autenticidade e fidedignidade das informações e dos documentos fornecidos pela empresa alvo, bem como das assinaturas apostas nos documentos, com exceção de falsificações grosseiras.

### **3. Aspectos práticos da due diligence**

#### **3.1. Análise dos riscos e prognósticos**

Ao longo da realização do processo de *due diligence*, caberá aos profissionais envolvidos mensurar os passivos e avaliar o risco de perda das contingências identificadas, sendo usual a classificação de risco como sendo “remoto”, “possível” ou “provável”, aferido de acordo com a legislação aplicável e a jurisprudência atual dominante (caso não seja pacificada) sobre o tema. Da mesma forma, havendo a possibilidade de superveniências ativas, deverá ser avaliada a probabilidade de êxito, também classificada como “remota”, “possível” ou “provável”.

Vale ressaltar que as conclusões derivadas do prognóstico de risco e, conseqüentemente, a sugestão de providências a serem adotadas pelas partes, deve ter em vista os valores envolvidos na operação. Isto é, a depender dos valores envolvidos na operação, seja de cash in (aporte de recursos na empresa alvo) ou cash out (pagamento aos vendedores) e a tolerância de risco admitida para a transação pretendida, a identificação de contingências pode ser mitigada pela concessão de garantias, por exemplo, ou por mera ressalva. Além disso, o tipo de operação (incorporação, fusão, compra e venda de ações/quotas, compra e venda de ativos)

também irá interferir nas providências sugeridas, considerando que a sucessão dos passivos e de contingências à parte compradora pode assumir maior ou menor risco de concretização a depender do formato da transação.

## 3.2. Consequências da due diligence

A partir da soma do total de passivos, contingências e de superveniências identificadas e da aferição dos respectivos riscos, os profissionais concluem a *due diligence* e até mesmo recomendam providências a serem diligenciadas pelas partes, a fim de afastar ou mitigar os riscos encontrados na *due diligence*.

Com a conclusão da *due diligence*, além da identificação de providências pré fechamento da operação, poderão as partes: (i) negociar o preço da transação pretendida; (ii) negociar o oferecimento de garantias; (iii) identificar as condições precedentes, de fechamento e atos de transição da operação; (iv) reforçar as declarações e garantias a serem prestadas pelos vendedores em relação a empresa alvo e a si próprios; (v) ou até mesmo desistir da operação de M&A.

## 3.3. O papel dos advogados

Tendo em vista o alto grau de complexidade da análise conjunta de todos os aspectos relevantes da empresa analisada, torna-se indispensável a consultoria de equipe de advogados especializada e multidisciplinar durante todo o processo. Por meio da assessoria de profissionais competentes, garante-se uma atuação atenta aos detalhes, capaz de dialogar com as especificidades de cada negociação.

Inclusive, a manutenção da mesma equipe de advogados, desde o início das tratativas negociais até a realização da *due diligence* e elaboração das minutas que concretizarão a transação, tende a facilitar que nenhum dos riscos levantados passem despercebidos e deixem de ser, de alguma forma, considerados na transação.

Recomenda-se, ainda, que cada parte envolvida na transação tenha sua própria equipe de advogados, cada qual atuando em prol dos interesses de seus representados e da realização da operação.

Uma vez que em uma operação de M&A não há a presença de uma parte contrária, tampouco de litigantes (ao menos no primeiro momento), espera-se que os advogados,

tanto os que representam o comprador, quanto os que representam o vendedor, ajam de forma colaborativa: aqueles solicitando e analisando os documentos, bem como zelando para que as informações fornecidas pela empresa alvo permaneçam sigilosas e restritas às partes envolvidas, e estes fornecendo os documentos solicitados e esclarecendo as informações que se façam necessárias no decorrer da operação, ambos buscando a melhor conformação para a realização da transação de forma vantajosa e equilibrada para comprador e vendedor.

### **3.4. O papel dos assessores financeiros**

A participação de assessores financeiros (financial advisors) representando as partes envolvidas nas negociações pode ser o fiel da balança para uma transação de sucesso. O assessor financeiro deve ser um profissional que, além de entender todo o racional financeiro da empresa alvo e da transação em discussão, deve ter conhecimento sobre as questões societárias, de governança e os aspectos tributários da transação, bem como dominar diversos tipos de estruturação de operações de financiamento e, principalmente, ter um amplo networking capaz de aproximar investidores e empresas com bons projetos e oportunidades de investimento.

Portanto, ao contratar um assessor financeiro é importante avaliar o quanto ele entende do seu negócio e a sua capacidade de entender os objetivos e necessidades do empresário para discutir a estratégia da empresa, suas alternativas de crescimento de longo prazo, vantagens e desvantagens competitivas, oportunidades e ameaças apresentadas pelo mercado e, principalmente, o momento que o empresário se encontra (crescimento, expansão, venda parcial ou total).

A partir disto, o assessor financeiro deve estruturar o plano de negócios que irá fundamentar as projeções de resultados e um valuation que tenha embasamento em premissas de crescimento, capacidade produtiva, necessidade de investimentos, dentre outras definições que impactam no valor da operação, inclusive aspectos que possam maximizar o valor da empresa alvo.

Outro ponto importante é o desenvolvimento da tese de investimento da empresa

alvo com definição e detalhamento do perfil da transação a ser trabalhada, além de um plano estratégico de identificação dos potenciais compradores e estratégia de approach (abordagem de mercado).

Em se tratando de um processo competitivo (*bid*), cabe ao assessor financeiro organizar o acesso dos potenciais compradores às informações acerca da empresa alvo e de seus sócios, assim como definir, em conjunto com os últimos, quais potenciais compradores que serão convidados a participar das etapas posteriores de avaliação da empresa alvo (incluindo a *due diligence*) e negociação, em caráter de exclusividade ou não.

Por fim, é importante que o assessor elabore o material de apresentação da empresa alvo (*blind teaser, teaser e info memos*) com todas as informações necessárias para que potenciais investidores possam dirimir suas dúvidas e apresentar a melhor proposta e o melhor preço ao empreendedor.



# IDEFA

© 2023. Proibida a comercialização deste material.

É permitida a reprodução parcial ou total deste material, desde que citada a fonte.

Instituto de Desenvolvimento Empresarial e Fusões e Aquisições - IDEFA.

O IDEFA é uma associação civil sem fins lucrativos que visa contribuir para o desenvolvimento das atividades de fusões e aquisições das empresas de médio porte.