

**CENTRO UNIVERSITÁRIO
ANTÔNIO EUFRÁSIO DE TOLEDO DE PRESIDENTE PRUDENTE**

CURSO DE DIREITO

**A DUE DILIGENCE COMO FATOR MITIGANTE DE RISCOS ADVINDOS DA
SUCESSÃO EMPRESARIAL NAS OPERAÇÕES DE M&A**

Lucas Ferreira Cesar

Presidente Prudente/SP
2023

**CENTRO UNIVERSITÁRIO
ANTÔNIO EUFRÁSIO DE TOLEDO DE PRESIDENTE PRUDENTE**

CURSO DE DIREITO

**A DUE DILIGENCE COMO FATOR MITIGANTE DE RISCOS ADVINDOS DA
SUCESSÃO EMPRESARIAL NAS OPERAÇÕES DE M&A**

Lucas Ferreira Cesar

Monografia apresentada como requisito parcial de conclusão do curso e obtenção do grau de Bacharel em Direito, sob a orientação do Prof. Dr. Guilherme Prado Bohac de Haro.

Presidente Prudente/SP
2023

**A DUE DILIGENCE COMO FATOR MITIGANTE DE RISCOS ADVINDOS DA
SUCESSÃO EMPRESARIAL NAS OPERAÇÕES DE M&A**

Monografia apresentada como requisito
parcial para obtenção do grau de
Bacharel em Direito.

Banca Examinadora

Guilherme Prado Bohac de Haro
Orientador

Daniel Gustavo de Oliveira Colnago Rodrigues
Examinador

Gilberto Notário Ligeiro
Examinador

Presidente Prudente/SP, _____ de _____ de 2023.

Porque Deus amou o mundo de tal maneira que deu seu Filho unigênito, para que todo aquele que nele crê não pereça, mas tenha a vida eterna.

João 3:16

DEDICATÓRIA

Dedico o presente trabalho a Deus, pois até aqui tem me ajudado e estendido a sua mão para me amparar nos momentos difíceis que tive que enfrentar.

Ao meu Senhor e Salvador Jesus Cristo, por quem eu vivo e anelo vê-lo um dia face a face. Sem Ele minha vida não teria sentido algum. Ele é a luz em meio a escuridão.

A minha mãe, Rosângela Ferreira, minha joia preciosa, que lutou bravamente para criar dois filhos sozinhas depois que meu pai veio a falecer. Sem ela eu não seria nem a metade do homem que sou hoje, devo tudo a ela. Sou a pessoa mais afortunada do mundo pelo fato de ser filho de uma mulher tão virtuosa.

A minha vó, Maria Aparecida Ferreira, cujo amor e amparo sempre posso contar mesmo nas horas mais difíceis, nunca me deixando esmorecer, a pessoa a quem devo a oportunidade de estar estudando.

Ao meu avô, Izádio Oliveira, o homem mais honrado e admirável que conheço, grande inspiração para minha vida.

Por fim, dedico esse trabalho em memória ao meu pai, Luciano da Silva Cesar, restando tão somente a saudade e os ensinamentos da infância que se eternizaram na mente.

AGRADECIMENTOS

Primeiramente, e acima de tudo, quero agradecer a Deus, pela vida, por Sua Graça, misericórdia e amor. Sem Ele nada em minha vida seria possível, de modo que tudo o que sou e tudo o que almejo ser devo a Ele.

Em especial quero agradecer à minha família, minha base e segurança, que tem me incentivado desde sempre a ser uma pessoa melhor e a buscar meus sonhos. A vida é bela por tê-los comigo dia a dia.

Agradeço aos meus amigos, André Marques, Breno Chiari, Bruna Borges, Eduardo Flauzino, Isabelly Lima, Matheus Fagundes e Melissa Zacarias, pessoas que aprendi a admirar e amar, sempre me incentivando e ajudando quando mais precisei. Contar com a amizade de cada um torna a vida mais alegre e divertida.

Não poderia deixar de agradecer o meu supervisor, chefe e amigo Dr. Márcio Gomes Barbosa por ter me dado a oportunidade de com ele aprender o Direito na prática, pela sua colaboração no meu desenvolvimento profissional e por confiar na minha capacidade para tanto.

Quero expressar meus agradecimentos ao meu professor e orientador, Dr. Guilherme Prado Bohac de Haro, verdadeiro paradigma de profissional e ser humano, a quem devo a conclusão deste trabalho, pois sem seu auxílio não seria possível tal feito.

Por fim, agradeço à Toledo Prudente Centro Universitário e a todos os professores que tive a honra de ser aluno. Permanecerão eternizados em meu coração.

RESUMO

As operações de *M&A* (*Mergers and acquisitions* sigla em inglês para Fusões e Aquisições) assumem protagonismo no papel de implementação de estratégias de crescimento externo ou combinado, suplantando a superada concepção do crescimento unicamente interno. No entanto, podem também implicar em grandes desafios e riscos para os envolvidos em tais transações. Parte dessa preocupação se deve ao fato de o ordenamento jurídico brasileiro estabelecer a sucessão das obrigações da atividade adquirida para o adquirente, podendo causar-lhe prejuízos de ordem financeira e jurídica. Essas obrigações se apresentam através de diversas áreas, como exemplo a trabalhista, fiscal, societária, obrigacional, entre outras compreendidas na sucessão. É nesse contexto que se torna relevante a utilização da *Due Diligence* visando identificar passivos e contingências de todos os aspectos inerentes a uma operação de *M&A*, que possam impactar direta ou indiretamente a atratividade econômica e jurídica do negócio. O presente estudo buscará de forma teórica e objetiva, através de uma análise genérica das operações, a estrutura de um procedimento de “auditoria”, com enfoque na modalidade jurídica, e ao seu fim expor como a *due diligence* impacta positivamente as operações de fusões e aquisições, no tocante a mitigação do risco advindo da sucessão das obrigações. Para tanto, o presente trabalho baseou-se em doutrinas, legislações e obras científicas já publicadas sobre o tema.

Palavras-chave: M&A. Risco. Due Diligence. Fusões e Aquisições. Operações Societárias.

ABSTRACT

The M&A operations take on a prominent role in the implementations of external or combined growth strategies, surpassing the outdated concept of purely internal growth. However, they can also entail significant challenges and risk for those involved in such transactions. Part of this concern is due to the fact that the Brazil legal framework establishes the succession of obligations from the acquired businesses to the acquirer, potentially causing financial and legal losses. These obligations span various areas, such as labor, tax, corporate, contractual, and others encompassed in the successions. It is in this context that the use of Due Diligence becomes relevant to identify liabilities and contingencies across all aspects inherent to an M&A operation that can directly or indirectly impact the economic and legal attractiveness of the business. This study will seek, in a theoretical and objective manner, through a general analysis of the operations, to outline the structure of an "audit" procedure with a focus on the legal aspect. It will also demonstrate how Due Diligence positively impacts mergers and acquisitions by mitigating the risk arising from the succession of obligations. To do so, this work is based on existing doctrines, legislation, and scientific works on the subject.

Keywords: M&A, Risk, Due Diligence, Mergers and Acquisitions, Corporate Transactions.

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	9
2 AS OPERAÇÕES DE M&A	11
2.1 Da Operação de Fusão	17
2.2 Da Operação de Incorporação	20
2.3 Da Operação de Cisão	22
3 PROCEDIMENTOS COMUNS ÀS OPERAÇÕES	26
3.1 Da Fase de Negociações Preliminares	26
3.2 Do Procedimento de Efetivação – o Protocolo e a Justificação	31
3.2.1 Do procedimento na Fusão	35
3.2.2 Do procedimento na Incorporação	36
3.2.3 Do procedimento na Cisão	39
4 A DUE DILIGENCE.....	41
4.1 Apontamentos Sobre a <i>Due Diligence</i>	41
4.2 O Procedimento nas Operações de M&A.....	46
5 A DUE DILIGENCE COMO FATOR MITIGANTE DO RISCO EM OPERAÇÕES DE M&A	50
6 CONCLUSÃO	58
REFERÊNCIAS.....	62

1 INTRODUÇÃO

O presente trabalho se ocupará, de forma objetiva, de abordar a *due diligence* como fator de mitigação de riscos avindos das obrigações oriundas da sucessão empresarial em operações de *M&A*, com enfoque na fusão, incorporação e cisão.

As operações de *M&A* (*Mergers and Acquisitions*), sigla em inglês que corresponde a Fusões e Aquisições (F&A) em nosso vernáculo, consistem em mecanismo e técnicas de crescimento externo ou compartilhado, sendo alternativas mais que interessantes para as sociedades que buscam expandir suas atividades, seja do ponto de vista financeiro e econômico, seja em questão de dimensão da atividade, ou para suprir carências de natureza diversa, como por exemplo mercadológicas.

Não obstante, a concepção básica sobre os procedimentos de fusões e aquisições é que são morosos, desafiadores e naturalmente complexos, devido ao fato de serem um ramo multidisciplinar que abrange diversas áreas do conhecimento, tais como fiscal, trabalhista, contábil, financeira, econômica, obrigacional, administrativa, organizacional, societária, imobiliária, regulatória, entre outras áreas relevantes para o exercício da atividade econômica.

Neste ponto, a questão levantada na presente pesquisa reside na atribuição legal da responsabilidade da sociedade sucessora pelas obrigações da atividade sucedida em operações de *M&A*. Implica dizer, portanto, que as obrigações que antes pertenciam a determinada sociedade passam a ser de responsabilidade da sociedade que com ela concretizou uma operação dessa natureza.

Neste ponto é interessante destacar a importância que a *due diligence*, “devida diligência” em português, desempenha nas operações em destaque. Este procedimento possibilita uma a visão panorâmica do negócio perseguido, bem como antever os passivos e contingências existente na operação, com o fim de avaliar sua atratividade econômica e jurídica.

Desta forma, a presente pesquisa irá fazer um escrutínio a respeito da *due diligence*, seu conceito, o modo como se desdobra em uma operação de *M&A*, e por fim relacioná-la com a mitigação de riscos advindos da sucessão das obrigações da sociedade alvo ou do objeto das negociações, fenômeno este conferido pela

legislação nacional vigente, obrigações estas que podem traduzir-se em passivos, prejuízos consideráveis após a concretização e uma negócio de *M&A*.

No entanto, antes foi mister prestar ponderações sobre as operações de *M&A*, o que se entende pela expressão e qual a finalidade precípua desses fenômenos, de modo que, para fins didáticos, bem como levando-se em conta a afinidade com o material estudado, foi selecionado as operações típicas da Lei das Sociedades por Ações, quais sejam, a fusão, incorporação e cisão, que são técnicas de reorganizações societárias por excelência.

Mais do que isso, busca-se contribuir com a democratização do conhecimento envolvendo o tema em questão, levando informações objetivas a respeito do complexo mundo das operações de *M&A* e da importância da realização de diligência prévia que possa assegurar o melhor desfecho do negócio, de modo que este procedimento seja exaltado dado aos benefícios que possibilitam aos contratantes, bem como a possibilidade de antever passivos e contingências de modo a proceder a melhor alocação de riscos.

A presente pesquisa iniciará expondo apontamentos sobre as operações de *M&A*, *posteriormente* partindo para análise da fusão, incorporação e cisão de empresas com uma breve análise de seu procedimento. Ao fim, será feita a abordagem do procedimento da *due diligence*, visando, desta forma, estabelecer uma relação entre o referido procedimento com a mitigação dos riscos que podem advir da conclusão destas operações, abordados no capítulo final.

Para tanto, o presente trabalho baseou-se na análise de doutrinas, legislações e obras científicas já publicadas sobre o tema, como artigos, teses e dissertações, sendo sua essência teórica e expositiva.

2 AS OPERAÇÕES DE M&A

Inicialmente, cabe fazer uma breve abordagem sobre a expressão *M&A*, jargão popularmente utilizado pelo mercado nacional, que corresponde a expressão em inglês *Mergers and Acquisitions*, “equivalente” ao termo Fusões e Aquisições (F&A) em nosso vernáculo.

Em análise comparativa, verifica-se que a expressão *Mergers*, extraída do mercado anglo-saxão, sob o ponto de vista técnico não é o correspondente ideal da fusão, mas sim da incorporação (BOTREL, 2017, p. 23).

Isso porque, em comparação com o mercado norte-americano, a operação de fusão corresponde de maneira mais adequada à *Consolidação*, no inglês *Consolidation*.

Nesse contexto, buscando instruir tal fato, Patrick Gaughan (2007, p. 12) difere as operações *Mergers* e *Consolidation*:

[...] a business combination whereby two or more companies join to form an entirely new company. All of the combining companies are dissolved and only the new entity continues to operate. For example, in 1986, the computer manufacturers Burroughs and Sperry combined to form UNISYS. [...] One way to look at the differences between a merger and a consolidation is that with a merger $A + B = A$, where company B is merged into company A. In a consolidation, $A + B = C$, where C is an entirely new company (GAUGHAN, 2017, p. 12) ¹.

Assim, infere-se que a expressão *Mergers* está ligada à incorporação, em virtude de, no mercado norte-americano, ser a operação por meio da qual uma ou mais empresas são absorvidas por outra, sendo que esta última subsiste em relação àquelas, portanto, se adequando às definições contidas na legislação nacional vigente, notadamente nos artigos 227 da LSA e 1.116 do Código Civil.

Por sua vez, a fusão, ato por meio do qual duas ou mais empresas se unem dando origem a uma nova, segundo art. 228 da LSA e 1.119 do Código Civil, corresponde a operação que os americanos denominam como *Consolidation*, como visto acima.

¹ Uma fusão (incorporação) difere de uma consolidação, que é uma combinação de negócios em que duas ou mais empresas se unem para formar uma empresa inteiramente nova. Todas as empresas combinadas são dissolvidas e apenas a nova entidade continua a operar. Por exemplo, em 1986, os fabricantes de computadores Burroughs e Sperry se uniram para formar a UNISYS. [...] Uma maneira de entender as diferenças entre uma fusão (incorporação) e uma consolidação é que, com uma fusão, $A + B = A$, onde a empresa B é fundida na empresa A. Em uma consolidação, $A + B = C$, onde C é uma empresa inteiramente nova (tradução livre).

Adiante, Bulhões Pedreira (2009, v. 2, p. 1.746) aduz que no direito estrangeiro a fusão e incorporação são tratados como único negócio, sendo duas modalidades, a “fusão propriamente dita (correspondente à nossa fusão) e fusão imprópria, ou por absorção (nossa incorporação)”.

O citado autor continua dispondo que, a razão de a maior parcela da doutrina estrangeira adotar um conceito uníssono de fusão e incorporação, reside no fato do resultado desses negócios serem idênticos, qual seja, a unificação da sociedade, portanto, não havendo justificativa para conceituá-las de modo distinto (PEDREIRA, 2009, v. 2, p. 1.746).

No entanto, ao contemplar a história normativa em nosso país sobre o tema, pelas disposições contidas na LSA e no Código Civil, constatamos uma expressa distinção das operações em comento, ou seja, diferentemente do que prevalece em outros países, o direito brasileiro define e sempre definiu a incorporação de modo distinto da fusão (MUNIZ; BRACO, 2007, p. 60).

Retrospectivamente, tal distinção já vem sendo feita pela legislação brasileira há tempos, citando como exemplo o revogado Decreto-Lei nº 2.627 de 1940, que em seus artigos 152 e 153, discriminava as operações de incorporação e fusão, respectivamente. Com o advento da Lei nº 6.404 de 1976, que revogou o dispositivo supramencionado, em seus artigos 227 e 228 manteve a referida distinção e de igual modo o fez a atual codificação cível nos artigos 1.116 e 1.119.

Portanto, no âmbito nacional, o ato de concentração empresária, seja por fusão ou incorporação sempre foi distinguido, visto que na primeira haverá a aglutinação de dois corpos societários que dará origem a uma novo, enquanto a última modalidade corresponde a “absorção” de uma sociedade por outra.

As aquisições (*acquisitions*), por sua vez, podem assumir um escopo tão abrangente quanto as fusões (*mergers*), visto que, conforme Sherman e Hart (2006, p. 12), são transações de compra e venda de ativos ou ações de determinada sociedade, o que pode implicar em vastas operações.

Nesse sentido, sobre as aquisições consigna DePamphilis (2018, p.21): “They may involve the purchase of another firm’s assets or stock, with the acquired firm continuing to exist as a legally owned subsidiary”².

² Elas podem envolver a compra dos ativos ou ações de outra empresa, com a empresa adquirida continuando a existir como uma subsidiária legal de propriedade (tradução livre).

Cumpra consignar, que as aquisições podem ser classificadas em duas modalidades: (i) aquisições primárias; e (ii) aquisições secundárias.

A primeira consiste na aquisição direta da participação societária em determinada empresa, sendo o recurso empreendido na aquisição direcionado a sociedade e não aos seus sócios. Por outro lado, a secundária é a modalidade de aquisição em que tem como destinatário do aporte financeiro as participações societárias pertencentes aos sócios da atividade alvo (AULA 4, 2020).

Feitas as considerações acima, o fator que prepondera para definir uma operação de fusão e aquisição, muito mais que a nomenclatura usada, é sua finalidade.

Nesse sentido, Sérgio Botrel (2017, p. 23) dispõe que tal finalidade é a “implementação de estratégia de crescimento externo/inorgânico ou compartilhado”, visto haver variedades de modelos jurídicos escolhidos pelos contratantes.

Por sua vez, Rachel Sztajn (apud BOTREL, 2017, p. 33), determina que as operações em questão são divididas em duas vertentes: (i) a busca pelo crescimento externo ou compartilhado, visto possibilitar crescimento ágil em detrimento do crescimento orgânico; e (ii) superação de eventuais crises que possam afetar determinada atividade econômica, podendo as operações de fusões e aquisições contribuírem para seu soerguimento ³.

De outro lado, Martelanc, Pasin e Cavalcante (2005, p. 87) dispõem que, geralmente, uma fusão ou aquisição tem como objetivo “resolver deficiências ou carências em termos mercadológicos, tecnológicos ou de talentos para a gestão do negócio”.

Consoante tal afirmação, das operações em questão serem instrumento de implementação de estratégia de crescimento externo, Donald DePamphilis assevera:

³ Nesse sentido, no contexto brasileiro dos meios judiciais de solução das crises de empresas, o art. 50, inciso II da Lei nº 11.101 de 09 de fevereiro de 2005, Lei de Falências e Recuperação Judicial (BRASIL, 2005), estabelece como meios de recuperação judicial, em caráter exemplificativo, a cisão, incorporação, fusão e transformação de sociedade, bem como a constituição de subsidiária integral e cessão de cotas ou ações.

Além disto, vê-se na sequência da lei, em seu art. 60, parágrafo único, que os ativos alienados no processo de recuperação estarão livres de qualquer ônus, não havendo sucessão das obrigações do devedor pelo arrematante, sejam elas de quaisquer natureza, especialmente ambiental, regulatória, administrativa, penal, anticorrupção, tributária e trabalhista. Resumindo, não ocorrerá a sucessão empresarial, quando os ativos adquiridos por uma sociedade empresária pertencer a outra que está em processo de recuperação judicial, observadas as disposições do art. 141 do citado diploma legal.

Mergers and acquisitions (M&A) are not business strategies but rather a means of implementing business strategies. Business strategies define a firm's vision and long-term objectives and how it expects to achieve these ends. M&As simply represent one means of implementing the business strategy. The firm may choose from a range of alternative implementation strategies, including "going it alone," partnering, or acquiring another firm (PAMPILIS, 2018, p. 128) ⁴.

Logo, uma operação de M&A transcende seu significado literal, podendo ser identificadas quando os contratantes buscam as finalidades acima mencionadas, desde modo, sendo errôneo considerar somente a tipologia "fusões e aquisições" para defini-las, visto que é demasiadamente restrito.

Nessa lógica, a título de exemplo, Botrel (2017, p. 23) nos alerta para existência de demais modelos jurídicos compreendidos na terminologia "fusões e aquisições" (M&A), sobretudo no Brasil, assegurando o seguinte:

Estão inseridas na terminologia sob análise, não somente compras de ativos empresariais e participações societárias, e a união de duas ou mais sociedades para a formação de uma terceira, mas também a formação de grupos societários, a constituição de sociedade de propósito específico (SPE), a contratação de sociedades em conta de participação (SCP), a formação de consórcios, a cisão, a incorporação de sociedades ou de ações etc.

Portanto, em síntese, a terminologia ora utilizada compreende não somente as operações de fusão, cisão e a incorporação, mas também toda operação que tenha como objetivo implementar uma estratégia de crescimento externo pela combinação de atividades ou reorganizações societárias.

Neste ponto, aduzimos desde já, que em que pese existir vasta modalidade de operações compreendidas na expressão em análise, nos ocuparemos das mais tradicionais, como a fusão, incorporação e cisão para aprofundamento.

A princípio, uma dificuldade envolta a presente pesquisa foi estabelecer a distinção entre os termos *operação* e *reorganização societária*.

⁴ Fusões e aquisições (M&A) não são estratégias de negócios, mas sim um meio de implementar estratégias de negócios. Estratégias de negócios definem a visão e os objetivos de longo prazo de uma empresa e como ela espera alcançar esses objetivos. Assim, M&A's representam simplesmente um meio de implementar a estratégia de negócios. A empresa pode escolher entre uma variedade de estratégias de implementação alternativas, incluindo "seguir sozinha", parcerias ou aquisição de outra empresa. (Tradução livre).

No entanto, segundo Bulhões Pedreira (2009, v. 2, p. 1.737), a LSA, ao referir-se à transformação, fusão, incorporação e cisão como *operações*, “palavra que significa ato ou efeito de operar, fazer, realizar ou agir”, está se referindo a um conjunto de atos, processos ou procedimentos interligados, que conduzem a determinado resultado.

Por sua vez, o referido autor conceitua *reorganizações* como “o gênero dos negócios jurídicos típicos ou nominados” regulados pela LSA, quais sejam, a transformação, incorporação, fusão e cisão (PEDREIRA, 2009, p. 1.737).

E finaliza, apresentando uma leitura precisa sobre o tema:

Classificados juridicamente, transformação, incorporação, fusão e cisão de sociedade são negócios jurídicos contratuais típicos, ou nominados, próprios do direito societário, que têm em comum a função de reorganizar sociedades [...] (PEDREIRA, 2009, v. 2, p. 1.737).

Nesse sentido, para José Edwaldo Borba (2022, p. 482), a fusão, a incorporação e a cisão possuem destaque no papel de reorganização societária, servindo as duas primeiras como técnicas de concentração empresarial e a última como desconcentração.

De outra forma, Fábio Ulhoa Coelho (2019, p. 457) determina que a fusão, incorporação e cisão são compreendidas como operações societárias, as quais, por sua vez “são mutações no tipo ou na estrutura da sociedade empresária”.

Dito isso, as operações de transformação, incorporação, fusão e cisão, são processos ou procedimentos que possibilitam a reorganização de determinada sociedade, seja unificando-as ou cindindo-as, podendo, através da interpretação dos conceitos lançados acima, deduzir-se que as *operações* se enquadram no gênero *reorganização*.

Adiante, outro ponto de destaque reside no fato das referidas operações apresentarem uma variedade de classificações e modalidades a depender de alguns critérios, como estratégico, financeiros, econômicos, dentre outros (BOTREL, 2017, p. 65). Consoante tal afirmação:

Partindo de um ponto de vista econômico, as F&A podem ser distinguidas pela análise do posicionamento na cadeia produtiva e de fornecimento dos participantes, buscando segregar os racionais conforme os direcionamentos. Nesse contexto, uma F&A pode ser horizontal, vertical ou de conglomerados (PEREIRA, 2022, p. 29).

No mesmo sentido, sobre a classificação das operações de *M&A*, determina a literatura norte-americana que:

Business combinations may also be defined depending on whether the merging firms are in the same (horizontal) or different industries (conglomerate) and on their positions in the corporate value chain (vertical) (DEPAMPHILIS, 2018, p. 20).⁵

De igual modo, ao tratar do tema, Patrick Gaughan (2007, p.13) dispõe que as operações de *M&A*: “[...] are often categorized as horizontal, vertical, or conglomerate”⁶.

Dito isso, a primeira modalidade de *M&A* a ser identificada são as denominadas *horizontais*, que consistem nas operações que envolvem empresas concorrentes atuantes em ramos idênticos ou considerados próximos, sendo seu principal objetivo, servir de especialização ou de controle sobre determinado mercado. Já as verticais, por sua vez, envolvem “empresas que atuam em etapas complementares da cadeia do processo de produção e/ou distribuição”, sendo o modelo mais utilizado para implementar tal estratégia a constituição de uma *holding*, que controlará “as demais sociedades operacionais que atuam em etapas complementares” (BOTREL, 2017, p. 66).

Sobre as operações verticais, assevera DePamphilis (2018, p. 20): “In a vertical merger, companies that do not own operations in each major segment of the value chain “backward integrate” by acquiring a supplier or “forward integrate” by buying a distributor”⁷.

Os conglomerados, por outro modo, consistem nas operações que envolvem empresas que não atuam em áreas conexas, ou seja, atuam em ramos ou mercados distintos (BOTREL, 2017, p.66). Nesse sentido, para Patrick Gaughan (2007, p. 13) isso ocorre quando as empresas envolvidas não são concorrentes ou não possuem uma relação de comprador- vendedor.⁸

⁵ Combinações de negócios podem ser definidas com base em empresas que estão se fundindo e estão na mesma (horizontal) ou em diferentes indústrias (conglomeradas) e em suas posições na cadeia de valor corporativo (vertical). (Tradução livre).

⁶ [...] são frequentemente organizadas como horizontal, vertical e conglomerados. (Tradução livre).

⁷ Em uma fusão vertical, empresas que não possuem operações em cada segmento importante da cadeia de valor “integram-se para trás” adquirindo um fornecedor ou “integram-se para a frente” comprando um distribuidor. (Tradução livre).

Assim, as operações de M&A podem ainda ser categorizadas de acordo com o contexto em que estão sendo realizadas. Quando os contratantes estiverem no mesmo nível na cadeia de produção, a operação será horizontal. Estando um deles em posições diversas na cadeia de valor corporativo, a operação será vertical. Já os conglomerados, são efetivados pelas operações que envolvem atividades que atuam em mercados distintos, servindo, portanto, para diversificar a atividade econômica das empresas envolvidas que originalmente atuavam em segmentos diferentes.

Diante de tal exposição, fica evidente que as operações de fusões e aquisições possuem escopo abrangente, portanto, a melhor linha hermenêutica para compreendê-las consiste na definição de serem elas medidas de implementação de estratégia de crescimento orgânico e compartilhado, independentemente da nomenclatura usada, mas de acordo com a finalidade buscada pelas partes envolvidas na operação.

2.1 Da Operação de Fusão

Segundo Claude Champaud (1962, Apud BOTREL, 2017, p. 120), a fusão e as demais medidas de agrupamento societário consistem em “negócio que promove a concentração empresarial, conferindo unidade econômica à exploração de atividades antes desenvolvidas de maneira autônoma e independente”, ou seja, operação por meio do qual se busca uma direção unitária de negócio, o que é uma característica inata às operações em análise.

Deste modo, adentrando na conceituação feita pelas legislações pertinentes ao tema, o art. 228 da Lei nº 6.404/1976 determina que a fusão é a operação pela qual duas ou mais sociedades se unem para formar uma nova, que lhe sucedera em todos os direitos e obrigações (BRASIL, 1976).

Por sua vez, o art. 1.119 do Código Civil determina que a fusão é a extinção das sociedades que se unem, para formar sociedade nova, que a elas sucederá os direitos e obrigações (BRASIL, 2002).

Em comparação com a incorporação, a fusão ligeiramente se distingue daquela no sentido de não haver absorção de um corpo societário por outro, mas sim a conjugação patrimonial de dois corpos societários distintos que quando unidos formam um novo (MAMEDE, 2022, p. 173).

Ao tratar da fusão de empresas, bem como das consequências da operação, José Edwaldo Borda (2022, p. 489) dispõe:

Com a fusão, a nova sociedade sucede às sociedades fusionadas em todos os direitos e obrigações, sendo este também um caso de sucessão universal. O capital da nova sociedade corresponde à soma dos patrimônios líquidos das sociedades fusionadas.

Vê-se que, mediante a fusão, ocorrerá a transferência de um conjunto de direitos e obrigações, deveres e haveres, ativos e passivos, absorvendo a nova pessoa jurídica o acervo líquido transferido, utilizando-o para a exploração da atividade econômica (MUNIZ; BRANCO, p. 58). Portanto, o que ocorre de fato é uma verdadeira sucessão a título universal (BOTREL, 2017, p. 121; BORBA, 2022, p.490), pois a totalidade dos bens de uma empresa é transferida para outra (MUNIZ; BRANCO, 2007, p. 58).

Outra característica importante da fusão, e demais operações, reside no fato de a fusão poder ser realizada entre tipos societários iguais ou diferentes, podendo a nova sociedade tomar a forma de qualquer tipo societário (art. 223 da LSA). Dessa forma, uma sociedade limitada pode fundir-se com uma sociedade anônima, a título de exemplo.

Todavia, em ocasião de uma das empresas envolvidas na fusão ser uma companhia aberta, a nova sociedade resultante da fusão também deverá ser de capital aberto, devendo ser observado as normas de constituição, bem como, no prazo máximo de 120 dias, disponibilizarem a negociação de suas ações no mercado secundário, tendo como termo inicial a assembleia geral que aprovou a operação, sem prejuízo de observância das pertinentes normativas baixadas pela Comissão de Valores Mobiliários (223, § 3º da LSA).

Nessa linha de raciocínio, Bulhões Pedreira (2009, p. 1.746) assevera que as operações de fusões são raras no Brasil, em regra, ocorrendo apenas quando as empresas a serem “combinadas” são de dimensões semelhantes, e nenhum dos contratantes se submeta a ser absorvida pelo outro, bem como o fato de apresentar inconvenientes.

Segundo Muniz e Castello Branco (2007, p. 60), a título de exemplo, um dos inconvenientes da fusão propriamente dita reside no fato de as sociedades participantes se extinguirem com a concretização da operação, gerando uma nova

sociedade empresária, portanto, necessário proceder com todo o processo de criação de uma pessoa jurídica, o registro empresarial, seja no Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas, inscrição estadual e municipal, dentre outras formalidades registrais.

No entanto, existe outro modelo de fusão que julgam mais atrativo do que a fusão propriamente dita ou própria, qual seja, a fusão indireta ou imprópria, que:

Consiste no negócio em que os sócios das sociedades cujas operações se pretende conferir direção unitária integralizam o capital social de uma *holding* com as ações (ou quotas) de suas titularidades. Uma vez transferidas para a *holding* com as ações representativas do capital das sociedades operacionais, aquela se torna a controladora destas últimas, de maneira a conferir uma unidade econômica às sociedades operacionais (BOTREL, 2017, p. 124).

Diante de tal possibilidade, o poder decisório fica a cargo da *holding* estabelecida pelas partes, de modo que passam a operar subordinadas a uma única direção, visto o controle exercido pela sociedade formada para tal mister.

Outra modalidade de destaque, está aquela denominada *Roll up*, que consiste na operação por meio da qual pequenas ou médias empresas constituem uma *holding* (consolidadora), cujo objetivo reside na consolidação de um segmento de mercado fragmentado, anteriormente desprovido de um participante de grande escala (BOTREL, 2017, p. 127).

Vê-se, portanto, que a fusão é uma operação destinada à criação de uma nova sociedade empresária resultante da união de duas ou mais sociedades. Ela pode ser uma empresa de fato ou uma *holding* controladora, dependendo da modalidade escolhida pelos contratantes. Sua finalidade consiste na exploração de uma atividade econômica de forma unitária, que antes era desenvolvida de forma autônoma e independente.

Após a operação, as sociedades que foram fundidas serão extintas e a nova sociedade assumirá todos os direitos e obrigações das sociedades encerradas, dando continuidade na exploração da atividade empresarial após ser devidamente constituída.

2.2 Da Operação de Incorporação

Segundo a dicção legal, especificamente o que dispõe o art. 227 da Lei de Sociedades por Ações (BRASIL, 1976) e o art. 1.116 do Código Civil (BRASIL, 2002), a incorporação consiste na operação pela qual uma ou mais empresas são absorvidas por outra, que lhe sucederá em todos os direitos e obrigações.

Conforme mencionado anteriormente, na incorporação haverá a subsistência de uma única sociedade, a incorporadora, que absorve acervo líquido da sociedade incorporada, a qual deixa de existir com a incorporação.

Nesse sentido, Bulhões Pedreira (2007, v. 2, p. 1.746) dispõe que a incorporação tem a mesma função da fusão, qual seja, unificar duas sociedades. No entanto, a primeira distingue-se da segunda pelo fato de a incorporadora continuar a operar no plano fático enquanto a incorporada é extinta dada sua absorção por àquela.

A incorporação, assim como a fusão e a cisão, pode ser operada por sociedades iguais ou de tipos diferentes, conforme previsto no art. 223 da Lei de Sociedade por Ações. A título de exemplo, “nada impede, desse modo, que duas sociedades anônimas sejam incorporadas por uma sociedade limitada, ou que uma sociedade anônima incorpore uma sociedade em comandita simples” (COUTUNHO, 2017, p. 128).

Como abordado ao tratar da fusão, a incorporação tem maior destaque no atual cenário do mercado nacional. Consoante tal afirmação, vejamos o que dispõe a doutrina sobre tal fato:

A grande maioria das operações de unificação de sociedades observadas no Brasil são negócios jurídicos de incorporação, o que se explica por algumas vantagens que apresenta: preserva a personalidade jurídica de uma das sociedades (que em geral é a de maior dimensão ou reputação no mercado), reduz a averbação da unificação nos registros públicos de propriedade dos bens e requer menos formalidades do que a constituição da nova companhia criada pela fusão (PEDREIRA, 2009, p. 1.746).

Fábio Ulhoa Coelho (2019, p. 458) ao contemplar tal assunto, com a precisão que lhe é peculiar, dispõe:

A incorporação apresenta, em relação a fusão uma significativa vantagem operacional. Como a lei considera a sociedade resultante da fusão uma nova pessoa jurídica, ela deve, concluída a operação, regularizar-se na

Junta Comercial e nos diversos cadastros fiscais (CNPJ, FGTS, INSS, estado ou prefeitura). Ora essas providências demandam tempo, durante o qual a sociedade não pode realizar nenhum negócio regular; como, por outro lado, as sociedades participantes da operação, como a fusão, deixam de existir, a empresa fica simplesmente paralisada.

O citado autor concluí apontando a incorporação como alternativa mais que viável a operação de fusão, visto que a sociedade incorporadora, ao absorver o acervo líquido da incorporada continua com o regular desenvolvimento de ambas as atividades (COELHO, p. 458).

Isso confirma a observância determinada anteriormente sobre a fusão, uma vez que essa operação não ocupa papel de destaque no mercado brasileiro. Seus desafios e inconvenientes faz com que a incorporação seja vista com mais atratividade no momento de escolher uma estrutura jurídica para negociações, pois a regra aplicável a essa, ao contrário das disposições relativas à constituição de uma nova empresa, corresponde às regras de aumento de capital.

Sobre o aumento de capital, Arnaldo Rizzardo (2009, p. 633), disciplina que ocorrerá pela conjunção ou transferência do patrimônio líquido da incorporada para a incorporadora, ocasião em que haverá a substituição de ações, “desaparecendo as das sociedades incorporadas, em quantidade correspondente às das sociedades antigas”. Portanto, o aumento de capital na incorporadora, segundo o autor (RIZZARDO, 2009, p. 633), corresponde ao limite do capital social absorvido, recebendo os acionistas da sociedade incorporada nova ações do capital da sociedade que a incorporou⁹.

A aprovação do aumento de capital oriundo da operação, deve corresponder ao patrimônio incorporado, ou seja, o aumento corresponderá a participação dos sócios da atividade incorporada, que dado a operação, tornar-se-ão sócios da incorporadora (MAMEDE, 2022, p. 172).

Desta forma, diferente da fusão na qual se aplicam as normas relativas à criação de nova sociedade empresária (art. 223, § 1º da LSA)¹⁰, dado que seu resultado implica em uma nova empresa, na incorporação aplicar-se-á as normas

⁹ O aumento de capital ocorre pela versão do patrimônio líquido da sociedade incorporada, dado a subscrição de sociedade incorporadora, conforme a regra estampada no art. 227, § 1º da LSA.

¹⁰ Art. 223. A incorporação, fusão ou cisão podem ser operadas entre sociedades de tipos iguais ou diferentes e deverão ser deliberadas na forma prevista para a alteração dos respectivos estatutos ou contratos sociais.

§ 1º Nas operações em que houver criação de sociedade serão observadas as normas reguladoras da constituição das sociedades do seu tipo.

correspondente ao aumento de capital, visto que sua essência é a absorção de outra empresa, e com ela, por óbvio, todo o seu acervo líquido, o que implica no aumento de capital da incorporadora.

2.3 Da Operação de Cisão

Em última análise, mas com a devida importância que lhe é devida, abordaremos brevemente a operação de cisão, que ligeiramente se distingue das demais acima abordadas.

A LSA ao tratar da Cisão de sociedades em seu art. 229, dispõe:

Art. 229. A cisão é a operação pela qual a companhia transfere parcelas do seu patrimônio para uma ou mais sociedades, constituídas para esse fim ou já existentes, extinguindo-se a companhia cindida, se houver versão de todo o seu patrimônio, ou dividindo-se o seu capital, se parcial a versão.

Sérgio Botrel (2017, p. 156) conceitua a cisão como “um negócio jurídico que acarreta a realocação de patrimônio de titularidade de uma sociedade”. Já Borba (2022, p. 490) destaca que a cisão opera por “cissiparidade”, havendo a fragmentação, divisão de uma empresa em “duas ou mais parcelas”.

Maria Helena Diniz (2023, p. 271), por sua vez, conceitua a presente operação simplesmente como “separação patrimonial de sociedades”, efetivada pela transferência de seu patrimônio “para uma ou mais sociedades constituídas para esse fim ou já existentes, extinguindo-se a sociedade cindida, se houver total transferência de seu patrimônio, ou dividindo-se o seu capital, se parcial a versão patrimonial”.

Nesse sentido, e conforme interpretação literal do art. 229 da LSA, podemos extrair que existem dois tipos de cisão: (i) *total*, quando a sociedade faz a versão de todo o seu patrimônio, situação que extinguirá a sociedade cindida; e (ii) *parcial*, que consiste na operação pela qual uma sociedade faz a versão de parte do seu patrimônio, ou seja, divide seu capital formando uma ou mais sociedades sem que haja extinção da sociedade cindida.

A cisão total consiste na operação caracterizada pela transferência de todo o seu patrimônio, ou seja, a totalidade de seus ativos e passivos para a

sociedade receptora, que, dado a isso, extinguir-se-á com sua efetivação (COELHO, A., 2011, p. 339).

Maria Helena Diniz (2023, p. 218) dispõe que haverá cisão total quando houver a transferência de todo o patrimônio da sociedade cindida – que será extinta com a operação - para uma ou mais sociedades, passando os sócios da primeira a integrar o quadro societário das últimas.

Por sua vez, a cisão parcial é aquela em que há versão de parcela do patrimônio da sociedade cindida, não ocorrendo, portanto, a sua extinção, mas sim a diminuição de seu patrimônio dado a operação. Haverá, porém, o cancelamento das ações ou quotas correspondente ao patrimônio cindido (COELHO, A.G., 2011, p. 339).

Com efeito, a depender se cisão parcial ou total, haverá a redução do capital social em proporção do patrimônio cindido na primeira hipótese, ou o cancelamento das ações ou quotas dado a versão total do patrimônio, no caso da última (COELHO, A.G., 2011, p. 334)¹¹.

Não bastasse tal classificação, a cisão parcial, segundo Diniz (2023, p. 218), pode ser simples ou múltipla. A primeira ocorre quando apenas uma sociedade será receptora do patrimônio vertido pela sociedade cindida, ao passo de que na múltipla haverá mais de uma sociedade receptora.

Nessa linha de entendimento sobre classificações diversas da cisão, Modesto Carvalhosa (2003, apud COELHO. A.G., 2011, p. 340) reconhece as seguintes modalidades da operação:

(i) *cisão simples*: quando apenas uma sociedade recebe o patrimônio cindido, e *cisão múltipla*, quando mais de uma sociedade recebe o patrimônio cindido; e (ii) *cisão própria*, quando o patrimônio cindido, será vertido para uma sociedade especialmente constituída, e *cisão imprópria*, quando o patrimônio cindido será vertido para uma sociedade preexistente.

Conclui-se, portanto, que a cisão compreende diversas modalidades, além do que emana do conceito legal do art. 229 da LSA.

¹¹ A citada autora ainda consigna: “Em retribuição às quotas ou ações canceladas, os sócios da sociedades cindida receberão quotas ou ações da(s) sociedade(s) receptora(s) na proporção do patrimônio vertido e respeitadas as participações societárias detidas na sociedade cindida” (COELHO, A.G., 2011, p. 334). No mesmo sentido, Botrel (2017, p.158), determina que os destinatários serão os sócios da cindida, “que receberão participações societárias (ações ou quotas) de emissão da sociedade receptora do patrimônio”.

No contexto acima, as sociedades que receberam o patrimônio vertido da sociedade cindida, podem ser constituídas “para acomodar tal propósito, ou, ainda, poderão ser preexistentes à operação de cisão, dependendo da motivação que albergue tal reestruturação societária” (COELHO, A.G., 2011, p. 334).

Operando a cisão, ocorrerá a sucessão universal dos direitos e obrigações no caso de cisão total do patrimônio da sociedade líquida, ou proporcional relativo à parcela do patrimônio cindido quando da cisão parcial.

Assim dispõe o parágrafo 1º do art. 229, que a sociedade que absorver o patrimônio vertido na cisão irá suceder os direitos e obrigações da sociedade cindida, relacionados no ato de cisão, no caso da cisão com extinção, ou sucessão proporcional no caso de cisão parcial, hipótese que ainda subsistirá a sociedade cindida. Deste modo, preceitua Botrel (2017, p. 159) em análise precisa do dispositivo:

Preceitua o § 1º do art. 229 da LSA que a sociedade que recebe parcelas do patrimônio da cindida sucede-lhe nos direitos e obrigações relacionados na justificação aprovada e consignada na ata de assembleia que aprovar a operação (e no protocolo, em se tratando de cisão que implica a transferência patrimonial para sociedades já existentes – cisão com incorporação). Caso a cisão implique a extinção da cindida, as sociedades que absorverem parcelas do patrimônio da cindida sucederão a esta, na proporção dos patrimônios líquidos que receberem, nos direitos e obrigações não relacionados.

Outro ponto de suma relevância, reside no efeito que a cisão pode gerar para a sociedade que receberá o patrimônio a ser transferido pela sociedade cindida. Nesse sentido, a transferência do patrimônio para sociedade preexistente a operação, acarretará o aumento de capital desta, enquanto, no caso de sociedade constituída para esse fim, tal transferência implicará na formação do seu capital (BOTREL, 2017, p. 159). Sobre a última perspectiva, vê-se aplicável a disciplina contida no art. 226 da Lei das S.A.¹², consistente na formação do capital.

Sobre o ponto de ser a cisão parcial, hipótese que subsistirá a sociedade cindida, aplicável será as disposições atinentes a redução de capital conforme art. 173 da LSA (COELHO, A.G., 2011, p. 335).

¹² Art. 226. As operações de incorporação, fusão e cisão somente poderão ser efetivadas nas condições aprovadas se os peritos nomeados determinarem que o valor do patrimônio ou patrimônios líquidos a serem vertidos para a formação de capital social é, ao menos, igual ao montante do capital a realizar.

Outro fato relevante, consiste na aplicação do procedimento previsto na LSA nos casos envolvendo sociedades reguladas pelo Código Civil, visto sua omissão sobre o procedimento a ser seguido para efetivar a cisão, portanto, aplicável as disposições da primeira.

Fica evidente, portanto, que a cisão, assim como a operação de fusão e incorporação, corresponde a um negócio jurídico de transferência de patrimônio, razão pela qual implica em sucessão dos direitos e obrigações pela sociedade receptora, que pode ser constituída para fins da cisão ou ser uma sociedade já existente.

Ademais, a depender do volume de transferência do capital, podemos ter duas modalidades distintas, a cisão total e a parcial, ocorrendo a transferência integral no caso da primeira, e, no caso da última, somente uma parcela específica será transferida para outra sociedade.

3 PROCEDIMENTOS COMUNS ÀS OPERAÇÕES

Embora as operações em questão sejam singulares e apresentem objetivos e resultados específicos, importa salientar que existem elementos essenciais que moldam a estrutura básica dessas operações, visando estabelecer um alicerce sólido para sua execução. Portanto, ao longo desse texto, procederemos, em medida necessária, à exposição de etapas comuns das operações em análise.

Essa exposição se faz necessária, em razão de não poder compreender as o tema proposto, sem antes ter o conhecimento das principais fases percorridas em operações de M&A de acordo com os propósitos da presente pesquisa.

Nesse contexto, as considerações serão feitas em duas etapas: a primeira será dedicada a expor as tratativas iniciais das operações, que correspondem à fase negocial entre as partes contratantes. Em seguida, abordaremos as disposições comuns aplicadas à execução das bases estabelecidas para o negócio.

3.1 Da Fase de Negociações Preliminares

Inicialmente, deve-se compreender que antes da celebração do contrato definitivo de uma operação de M&A, as partes empreendem negociações com o intuito de chegar a um denominador comum sobre o negócio.

A gênese de tal procedimento pode ocorrer de diversas formas. A título de exemplo mais solene, os contratantes buscam identificar potenciais oportunidades de investimento no mercado, visando à aproximação de eventual interessado, contratando assessores como bancos de investimentos ou *boutiques* de M&A para que forneçam um *teaser* ou *infomemo* (memorando de informações), documentos que servem para dar informações básicas sobre o objeto a ser posto em negociação (BOTREL, 2017, p. 274).

No entanto, não é incomum, sendo revelado como prática costumeira do mercado, que as partes deem início as negociações por meio de aproximações informais, seja por um telefonema, conversas ou reuniões exclusivas entre as partes propensas a contratar (BOTREL, 2017, p. 273).

Nessa perspectiva, vê-se que há situações que não haverá a intermediação de terceiros entre a aproximação dos candidatos a contratantes, pois as partes conduziram as tratativas prévias de forma autônoma (MIZOGUTI, 2022, p. 37).

Assim, concluída as aproximações entre as partes, se por intermediários ou de modo independente, a regra aponta para a elaboração de documentos relevantes para nortear o andamento das negociações rumo a eventual celebração da operação objetivada pelos contratantes.

Desta forma, surgem a Carta de Intenções (*Letter of intentions*), que também são denominadas de *Term Sheet* ou Memorando de Entendimentos (*Memorandum of Understandings – MoU*) (VIEIRA, 2022, p. 90).

Porém, as denominações acima são tidas como irrelevantes para classificação jurídica, visto que seus efeitos jurídicos procedem de seu conteúdo, podendo, independentemente da denominação, apresentar formas variadas como “cláusulas, informações, obrigações, entre outros” (MIZOGUTI, 2022, p. 48).

Contemplando a existência de tais instrumentos, sua relevância reside na necessidade de os contratantes formalizarem e documentarem a troca de informação que ocorrerá durante o procedimento negocial, cuja finalidade reside em antever os eventuais efeitos obrigacionais oriundos de um contrato definitivo que determine a execução de uma operação de *M&A*¹³. Ou seja, as partes desejam formalizar uma série de tratativas a respeito das negociações, de modo a conferir-lhes segurança jurídica.

A exemplo, a carta de intenções é o instrumento inicial no qual os candidatos a contratantes irão estabelecer premissas que nortearão a condução das negociações que eventualmente se converteram num contrato definitivo da operação por eles objetivado (BOTREL, 2017, p. 272). Sua essência, portanto, consiste em estabelecer diretrizes gerais do processo negocial, com compromisso feito pelas partes de praticarem determinados atos para consolidação do negócio (ROCHA; NUNES, 2012, p. 71).

Portanto, considerando que os instrumentos citados são utilizados com o propósito de estreitar a relação negocial em uma operação de *M&A*, a literatura

¹³ Frisa-se que não existe uma operação padrão de *M&A*, podendo ela assumir roupagens diversas a depender da vontade das partes. Portanto, nos limitaremos às considerações relevantes para o desfecho do presente trabalho.

consigna que não terão efeito vinculante, de modo que as partes não estarem obrigados a contratar a operação almejada.

No entanto, embora a regra seja seu caráter não vinculante, não estando obrigadas as partes a celebrarem o contrato definitivo da operação almejada¹⁴, isto não as eximem do cumprimento das demais obrigações firmadas no instrumento em análise, que caso não cumpridas poderão ensejar na responsabilidade por perdas e danos da parte que as desprezou (BOTREL, 2017, p. 274).

Como exemplo, as partes podem firmar um acordo de confidencialidade (*non disclosure agreement – NDA*), cujo objetivo reside na vedação de revelar as informações obtidas durante as tratativas a terceiros, impondo, para tanto, sanções no caso de seu descumprimento (BOTREL, 2017, p. 277).

Segundo Vieira (2022, p. 93), o *NDA* pode ser um instrumento autônomo ou uma cláusula específica dos instrumentos aqui tratados.

A razão de as partes convencionarem tal obrigação reside no fato de nas negociações os instrumentos abordados poderem servir como alinhamento mínimo para as partes procederem a realização de uma *due diligence*, em virtude da necessidade emergente de conhecerem o negócio pretendido. Nesse sentido, Donald DePamphilis (2018, p. 176) consigna: “The *LOI* should also describe the due diligence process in some detail, stipulating how the buyer should access the seller’s premises, the frequency and duration of such access, and how intrusive such activities should be”¹⁵.

Em mesma abordagem, Rocha e Nunes (2012, p. 73), consignam que uma das previsões constantes em seu bojo é o direito das partes efetuarem uma “auditoria”, seja na modalidade financeira, contábil, ambiental, jurídica e operacional da empresa objeto da transação.

¹⁴ Notadamente pela possibilidade de as partes expressamente estipularem cláusula de arrependimento nesse sentido, de poderem dar fim as negociações sem que lhes sejam atribuídas qualquer tipo de responsabilidade (BOTREL, 2017, p. 274). Afasta-se, ou ao menos mitiga, a possibilidade de responsabilização extracontratual pelo abandono das negociações preliminares, e, como bem aduzido por Barretto (2014, p. 59) “se ainda assim pretender a parte pretensamente prejudicada obter validação judicial do negócio desfeito, a contraparte poderá redarguir aduzindo que a sua retirada do negócio deu-se sob o fundamento de citada cláusula, desobrigando-se em concluir o contrato definitivo ou mesmo indenizar”.

¹⁵ A *LOI* também deve descrever o processo de devida diligência em algum detalhe, estipulando como o comprador deve acessar as instalações do vendedor, a frequência e duração desse acesso e o grau de intrusão dessas atividades. (Tradução livre).

Uma vez que, dado as informações disponibilizadas, bem como na maioria dos casos as partes não estão vinculadas à celebração do contrato principal, há necessidade de a parte reveladora das informações blindar-se com tal mecanismo a fim de evitar o extravio de informações relevantes, de caráter sigiloso sobre o exercício de sua atividade.

Consoante tal afirmação, Rocha e Nunes (2012, p. 85-86), exemplificando, aduzem a seguinte situação hipotética:

[...] imaginemos uma operação envolvendo a aquisição de uma empresa de tecnologia por outra do mesmo ramo de atividade. Em função do processo de *due diligence* o comprador, teve acesso aos modelos de invenções, patentes e softwares da empresa, ao capital intelectual de seus funcionários, à política de recursos humanos da empresa, aos equipamentos utilizados na execução de sua atividade-fim, bem como as estratégias de marketing para o futuro. Esse conjunto de informações constitui o fundo de comércio da empresa. Portanto, a utilização desses dados de forma inadequada principalmente por um concorrente, indubitavelmente causará grandes prejuízos para a empresa auditada.

Portanto, vê-se que o *NDA* consiste em um acordo essencial a ser firmado pelas partes no âmbito das negociações preliminares, visto ainda incerta a conclusão da operação objetivada, razão pela qual justifica a preocupação da parte reveladora as informações das tais serem disseminadas de forma indevida para terceiros.

Outra cláusula de relevância é o *dever de exclusividade*, em que as partes, pelo menos por um lapso de tempo determinado, se comprometem exclusivamente uma com a outra para o fechamento do negócio, sem prejuízo de estabelecer multa no caso de descumprimento de tal avença (ROCHA; NUNES, 2012, p. 87).

A razão apontada para firmá-la, reside no fato de as negociações preliminares demandarem custos consideráveis “como a contratação de profissionais, exposição de informações, realização de auditorias, entre outros ônus” (ROCHA; NUNES, p.87). Em síntese consiste na “vedação de negociações paralelas, que pode ser traduzido na exclusividade da tratativa” (BARRETTO, 2014, p. 64).

Dado o dispêndio de recursos e tempo que as negociações reclamam, é natural que partes optem por estabelecer tal vínculo de modo a preservar sua

posição de preferência frente a negociação, evitando, portanto, concorrentes neste processo.

Adiante, em que pesa a denominação dos instrumentos serem irrelevantes para sua classificação jurídica, estabeleceremos uma distinção pautada no momento em que usualmente eles estão inseridos nas negociações.

Caso pudéssemos idealizar uma “operação padrão de *M&A*”, com o objetivo de estabelecer uma ordem lógica e contínua em que os atos de negociação se desenvolvem, pode-se concluir que a carta de intenções eclode em momento anterior ao memorando de entendimentos (BARRETTO, 2014, p. 51).

Deste modo, a carta de intenções será o instrumento usado na gênese do processo de negociação, notadamente no que concerne à aproximação inicial entre as partes, de modo a documentar uma série de tratativas sobre o procedimento a ser perseguido para alcançar o fim almejado por elas.

Já o *Memorando de Entendimentos (memorandum of understandings - MoU)*, segundo Botrel (2017, p. 279), surgirá na medida em que o interesse das partes se intensifica, dado às informações obtidas sobre o negócio, sendo comum que queiram documentar o “estritamento da relação” negocial, de forma a atualizarem as bases já firmadas. Nesse sentido, conforme Leonardo Vieira (2022, p. 92), estabelece-se que o *MoU* pode ser mais abrangente do que a carta de intenções.

Nesse contexto, Luíz Azevedo (2011, p. 290), dispõe ser comum que as operações em comento sejam precedidas da assinatura de tal instrumento.

Assim, iniciadas as tratativas por meio de uma carta de intenções, conforme o avanço das negociações as partes podem chegar a um consenso sobre determinados pontos relevantes da operação objetivada, de modo que tal amadurecimento torna necessário nova formalização das disposições avençadas até então, que em tese será consubstanciada em um *MoU*.

Botrel (2017, p. 280) dispõe que o conteúdo de um memorando de entendimentos pode compreender: (i) ajustes do preço e da forma de pagamento da operação; (ii) retenção de funcionários relevantes para exploração da atividade objeto da operação, como os principais funcionários e colaboradores; (iii) condicionar a realização da operação à inexistência de grande alteração na situação financeira da sociedade-alvo; (iv) estabelecer cronogramas para evolução da operação, entre outras possibilidades relevantes para conclusão do negócio.

A interpretação a se apoiar, dado as disposições acima, é que a carta de intenções (*LOI*) desponta como instrumento de suma importância para aproximação das partes e estabelecimento de diretrizes que devem ser observadas durante todo o processo de contratação de uma *M&A*, enquanto o memorando de entendimentos (*MoU*) pode servir de mecanismo a formalizar o alinhamento entre as partes sobre a evolução obtida até então, rumo a conclusão do negócio almejado.

Estabelecidas essas premissas e percorrido os atos necessários para eventual conclusão do negócio, as partes desenvolvem um acordo base que deve ser deliberado pela Assembleia Geral das sociedades envolvidas, submetendo os termos da negociação a apreciação dos sócios ou acionistas, de modo que, se aprovado, passam à fase de conclusão do negócio firmado.

Deste modo, passemos agora à exposição da fase de deliberação e aprovação pela Assembleia Geral das sociedades contratantes no contexto de fusão, incorporação e cisão.

3.2 Do Procedimento de Efetivação – o Protocolo e a Justificação

Cumprido expor, que na prática societária revela-se comum que, quando das deliberações de aprovação do negócio pelas assembleias gerais das sociedades contratantes, estas serviram, na maioria das vezes, apenas como uma mera formalidade para efetivação da operação, eis que, já definitivamente convencionado sua base pelos órgãos de administração das sociedades envolvidas na transação (BOTREL, 2017, p. 102).

Após as negociações feitas pelas partes, no qual estabeleceu-se condições para que fosse realizado uma operação de *M&A*, surgem dois instrumentos de elevada relevância reclamados pela legislação societária: o *protocolo* e a *justificação*.

Dito isso, o art. 224 da Lei de Sociedade por Ações (LSA) trata do protocolo, documento que deverá conter as condições das operações, consistindo em um acordo entre os órgãos de administração das sociedades envolvidas (MUNIZ; BRANCO, 2007, p. 126).

Nesse sentido, Borba (2022, p. 486) destaca que:

O processo de incorporação, fusão ou cisão começa com a elaboração de um protocolo (art. 224) firmado pelos órgãos de administração ou administradores ou sócios das sociedades interessadas, completando-se com as aprovações das respectivas assembleias gerais ou reuniões de sócios.

O protocolo será firmado por quem detenha poderes de representação da sociedade, seja pelos diretores, no caso de sociedade por ações, ou dos administradores, no caso das demais sociedades regidas pelo Código Civil.

Por sua vez, Bulhões Pedreira (2007, p. 1.757), conforme o artigo 136, IV e VIII da Lei das S/A, determina que somente a assembleia geral tem a competência de deliberar sobre os negócios em análise, visto que a assinatura do protocolo pelos acionistas ou demais órgãos não vincula a sociedade às obrigações nele contidas.

Prosseguindo, é importante destacar que a natureza jurídica do protocolo é objeto de divergência doutrinária, que geralmente diverge em dois entendimentos: (i) os que consideram o protocolo como *contrato preliminar*, e (ii) e os que o consideram como uma mera *proposta de deliberação*.

Modesto Carvalhosa (2002, apud PEDREIRA, 2007, v.2, p. 1.757, 1.7580), adepto do posicionamento da natureza jurídica de ser o protocolo contrato preliminar, afirma que:

o protocolo constitui em convenção de natureza pré-contratual que manifesta e vincula a vontade das sociedades envolvidas através dos órgãos de administração da companhia ou dos sócios gerentes das sociedades de pessoas. O protocolo está sujeito à aprovação pela Assembléia Geral (art. 225), porém com efeitos próprios e autônomos no que respeita à responsabilidade por sua efetivação da parte das sociedades envolvidas” [...] “Tem ele, como efeito direto e autônomo, a obrigação de fazer e de cumprir o ali pactuado quanto às suas cláusulas e medidas propugnadas. Sua conclusão, no entanto, dá-se por deliberação de outro órgão social, vale dizer, da Assembléia Geral ou mediante reforma contratual das sociedades de pessoas. Assim, o protocolo constitui negócio jurídica típico, embora seus efeitos, no que respeita a sua execução, estejam vinculados a manifestação de vontade, não de terceiros, mas da própria sociedade, através de outros órgãos. E, como negócio jurídico típico, o protocolo constitui instrumento necessário, porém não suficiente para a satisfação dos interesses das sociedades envolvidas.

Em suma, para o ilustre autor, o protocolo assume a natureza de pré-contrato em razão de ter como efeito direto e autônomo a obrigação de fazer e cumprir as cláusulas e medidas estabelecidas, estando, no entanto, sua conclusão

condicionada à aprovação da assembleia geral ou mediante reforma do contrato social pela sociedade de pessoas.

Em contrapartida, Bulhões Pedreira (2007, v.2, p. 1.758) entende ser o protocolo uma proposta de deliberação, não estando ele inserido na categoria de contrato-preliminar, declarando improcedentes as afirmações apontadas acima, visto que enquanto ele não for aprovado pela assembleia geral não consistirá em contrato preliminar, pois somente com aprovação do referido órgão social que a sociedade irá obrigar-se com a operação.

No mesmo sentido, entende José Edwaldo Borba (2022, p. 486):

Anote-se, portanto, que o protocolo não tem a natureza de pré-contrato, posto que não obriga à conclusão do negócio. Trata-se, na verdade, de um acordo preparatório, com a natureza de simples negociação preliminar, como tal destituída de efeito vinculativo. O protocolo funciona como uma espécie de projeto sobre o qual deliberam as assembleias gerais.

Desta forma, ao contemplar os posicionamentos acima elencados, Botrel (2017, p. 91,92) entende que o protocolo está mais bem inserido na categoria de contrato-preliminar, portanto, filiando-se a corrente compreendida por Modesto Carvalhosa, aduzindo que no instrumento em questão estão presentes todos os elementos do negócio jurídico, exceto a forma¹⁶. Por essa razão, segundo o autor (BOTREL, 2017, p. 91-92), o protocolo deve ser considerado como um “*contrato preliminar de eficácia parcial e duplamente condicional*”, fundada tal parcialidade e eficácia condicional na “existência de obrigações de fazer ou não fazer imediatamente exigível após a assinatura do documento que vincula a companhia”.

Boa parte da doutrina se apoia no entendimento hermenêutico de que o protocolo está mais bem enquadrado como contrato preliminar, consistindo em instrumento, que caso aceito pelas assembleias das sociedades contratantes, torna as obrigações convencionadas exigíveis de forma a vincular não só os órgãos de administração, mas toda a sociedade ao seu cumprimento.

Superada a questão acima, José Edwaldo Borba, de forma objetiva e clara, faz precisa leitura do art. 224 e incisos da LSA, que trata sobre o conteúdo do protocolo:

¹⁶ Tal disposição encontra guarida no que disciplina o *artigo 462 do Código Civil*, que estabelece que o contrato preliminar deve contar todos os requisitos essenciais do contrato definitivo a ser celebrando, ressalvado sua forma.

O protocolo define as várias condições da operação, especificando, entre outros, os seguintes aspectos: características das ações a serem atribuídas aos sócios das sociedades que se extinguirão e critérios de apuração dos respectivos quantitativos; critérios de avaliação do patrimônio líquido das sociedades envolvidas; projetos de estatuto das sociedades a serem criadas e de alterações estatutárias das que permanecerem; o valor do capital das sociedades a serem criadas ou do aumento ou redução do capital das sociedades envolvidas na operação (BORBA, 2022, p. 485).

Por sua vez, é importante destacar, que o dispositivo acima, em seu inciso VII, dispõe de uma cláusula aberta, podendo as partes consignarem tudo o que tiver sido pactuado nas tratativas anteriores (BOTREL, 2017, p. 100).

Pertinente é mencionar, que conforma análise da tratativa conferida pela legislação cível, não há menção específica do protocolo como instrumento inicial da operação de fusão nas sociedades por ela reguladas.

Prosseguindo com a temática, além do protocolo, é exigido que os contratantes formulem outro documento, a *justificação*¹⁷, cuja exigência consta no art. 225 da LSA. Da mesma forma que o protocolo, deve ser disponibilizado aos acionistas das sociedades, tendo termo inicial contatado da data do edital de convocação de suas assembleias gerais extraordinárias, para que possam deliberar sobre a operação (AZEVEDO, 2011, p. 287).

A diferença fundamental entre a justificação e o protocolo reside na tecnicidade dos documentos. Enquanto o protocolo visa detalhar de forma minuciosa as informações a respeito da operação que se objetiva realizar, a justificação consiste na exposição feita pelos órgãos de administração aos sócios ou acionistas das razões, motivos, fins e interesses da sociedade pela operação (MUNIZ; BRANCO, 2007, p. 127)¹⁸.

Desta forma, a finalidade da justificação é oferecer aos sócios ou acionistas compreensão acerca dos objetivos a serem implementados pela operação, ou seja, quais serão as vantagens que sucederam a operação, para que então possam melhor deliberar sobre, devendo serem apresentadas de forma objetiva e clara (MUNIZ; BRANCO, 2007, p. 127, 128).

¹⁷ Nesse sentido, Muniz e Castello Branco (2007, p. 126): “Além do protocolo, que constitui um acordo entre órgãos de administração das sociedades envolvidas, a Lei das S.A. exige que seus respectivos órgãos de administração justifiquem a proposta de operação de reorganização perante seus sócios ou acionista, mediante a apresentação de um documento nomeado Justificação [...]”.

¹⁸ Em suma, servirá a justificação para expor os motivos da operação e descrever a “força motriz” que levou os órgãos de administração a celebrarem o protocolo” (MUNIZ; BRANCO, 2007, p. 127).

Posteriormente, caso o protocolo e a justificação sejam aceitos pelas assembleias gerais das sociedades contratantes, a operação assumirá caráter definitivo. No entanto, caso seja feita ressalvas em sua aprovação, o procedimento será reiniciado, e uma nova proposta deverá ser apresentada. No caso que, em decisão pela assembleia geral das sociedades, houver a rejeição do protocolo, o processo de contratação será encerrado (BOTREL, 2017, p. 90-121).

Ficou consignado, portanto, que o protocolo e justificação, conforme requer a Lei das S.A., consistem no meio pelo qual submete-se às bases firmadas em sede negocial, à deliberação da assembleia geral com o intuito de conferir à contratação caráter definitivo.

No entanto, pertinente se faz esclarecer sobre as peculiaridades do procedimento de efetivação no contexto específico das operações selecionadas, quais sejam, a fusão, incorporação e a cisão.

3.2.1 O procedimento na Fusão

Nessa linha, a gênese do procedimento de efetivação da fusão, bem como da incorporação e cisão, nos casos envolvendo sociedades por ações, ocorre por meio da formalização do *protocolo*, que consiste no documento que reflete o resultado final das negociações¹⁹ dos órgãos de administração das sociedades envolvidas na operação, ou seja, a formalização das bases da operação

Após a formalização do protocolo, este está sujeito à aprovação de seus termos pela AGE de ambas as sociedades envolvidas na operação. Caso aprovado sem ressalvas pelos sócios ou acionistas das contratantes, com metade do capital votante nos casos da companhia, no silêncio do estatuto social, ou $\frac{3}{4}$ do capital no caso das limitadas, deverá ser nomeados peritos para avaliação do patrimônios líquidos das mesmas, conforme o § 1º do art. 228 da LSA²⁰, e art. 1.120, § 1º do Código Civil²¹ (BOTREL, 2017, p. 121).

¹⁹ Como visto anteriormente, quando da apresentação do protocolo para às AGE's das sociedades envolvidas na operação, na maioria dos casos já existiu toda uma fase anterior de negociações preliminares, due diligence, propostas e aceitação.

²⁰ Art. 228. A fusão é a operação pela qual se unem duas ou mais sociedades para formar sociedade nova, que lhes sucederá em todos os direitos e obrigações.

§ 1º A assembléia-geral de cada companhia, se aprovar o protocolo de fusão, deverá nomear os peritos que avaliarão os patrimônios líquidos das demais sociedades.

²¹ Art. 1.120. A fusão será decidida, na forma estabelecida para os respectivos tipos, pelas sociedades que pretendam unir-se.

Apresentado os laudos de avaliações dos patrimônios líquidos das contratantes, será designado uma nova assembleia geral extraordinária, desta vez, com a participação dos sócios de ambas as sociedades, conforme o que dispõe os artigos 227, § 2º da LSA e 1.120, § 2º do Código Civil, no caso da companhia e da limitada, respectivamente.

Segundo Botrel (2017, p. 121), na oportunidade da nova assembleia ocorrerá primeiramente a votação dos laudos, sendo vedado que os sócios votem sobre o laudo de avaliação do patrimônio²² da sociedade da qual são integrantes (art. 228, §2º da LSA)²³, e, posteriormente, em caso de aprovação da avaliação feita pelos peritos, “passa-se à deliberação sobre a aprovação da operação, para a constituição da nova sociedade”, sendo essa votação realizada separadamente.

Constituída a nova sociedade, os primeiros administradores terão o dever de realizar o arquivamento e a publicação dos atos de fusão, conforme estabelecido no art. 228, § 3º da LSA²⁴.

Os sócios da atividade “combinada” recebem novos direitos na nova organização, em razão da extinção da atividade anterior que foi objeto do processo de fusão, ou seja, as ações ou quotas extintas são substituídas por novas ações ou quotas representativas do novo capital social formado (BOTREL, 2017, p. 120).

3.2.2 O procedimento na Incorporação

Bulhões Pedreira (2007, v. 2, p. 1.799) determina que o procedimento legal da incorporação, segundo preceitos da LSA, pode ser classificado em três etapas: (i) estipulação do negócio mediante firmação do protocolo e justificação de forma conjunta na assembleia geral das sociedades interessadas; (ii) a aprovação do protocolo por ambas as sociedades envolvidas, formando o negócio jurídico de incorporação; e (iii) execução do negócio contratado.

§ 1º Em reunião ou assembléia dos sócios de cada sociedade, deliberada a fusão e aprovado o projeto do ato constitutivo da nova sociedade, bem como o plano de distribuição do capital social, serão nomeados os peritos para a avaliação do patrimônio da sociedade.

²² Sobre avaliação do patrimônio, frisa-se que, diferentemente do que acontece na incorporação, onde há prévia deliberação do aumento do capital social quando da absorção da incorporada pela incorporadora, no caso da fusão não haverá tal necessidade, visto ainda não estar constituída a nova sociedade que dela se originará (BOTREL, 2017, p. 121, 122).

²³ § 2º Apresentados os laudos, os administradores convocarão reunião ou assembléia dos sócios para tomar conhecimento deles, decidindo sobre a constituição definitiva da nova sociedade.

²⁴ § 3º Constituída a nova companhia, incumbirá aos primeiros administradores promover o arquivamento e a publicação dos atos da fusão.

Comtemplando a última fase do procedimento, o citado autor faz a seguinte subdivisão:

(a) a Assembleia Geral da companhia incorporadora, após a aprovação do protocolo de incorporação, autoriza o aumento do capital social a ser subscrito e realizado pela incorporada mediante versão do seu patrimônio líquido e nomeia os peritos que o avaliarão.

[...]

(b) a sociedade que houver a ser incorporada autoriza seus administradores a praticarem os atos necessários à incorporação, mediante subscrição do aumento do capital da incorporadora.

[...]

(c) a Assembléia Geral da incorporadora delibera sobre o laudo de avaliação e, se o aprovar, declarada efetivada a incorporação.

[...]

(d) efetivada a incorporação pela Assembléia Geral da incorporadora, extingue-se a incorporada, competindo à incorporadora promover o arquivamento e a publicação dos atos de incorporação.

Na oportunidade da assembleia geral na sociedade incorporada, conforme o que dispõe o art. 227 em § 2^o²⁵, servirá para aprovação do protocolo da operação e a autorização de seus administradores praticarem os atos necessários para sua efetivação, inclusive a subscrição de capital da incorporadora.

No entanto, conforme aduzido por Bulhões Pedreira (207, v. 2, p.1.800), na prática é comum a realização de uma única AGE pela sociedade incorporadora e uma da incorporada²⁶, explicando que:

(a) a assembleia da sociedade a ser incorporada aprova o protocolo e autoriza seus administradores praticarem os atos necessários à incorporação; e (b) as duas assembleias da incorporada prevista na lei são substituídas por uma, realizada quando já disponível o laudo de avaliação elaborado por peritos escolhidos pelos administradores ou acionistas das sociedades; a Assembléia, depois de aprovar o protocolo, ratifica a escolha dos peritos pelos administradores ou acionistas, estando disponível o laudo de avaliação e presentes os peritos, delibera sobre o laudo; e, se o aprova, declara efetivada a incorporação.

²⁵ Art. 227. A incorporação é a operação pela qual uma ou mais sociedades são absorvidas por outra, que lhes sucede em todos os direitos e obrigações.

§ 2º A sociedade que houver de ser incorporada, se aprovar o protocolo da operação, autorizará seus administradores a praticarem os atos necessários à incorporação, inclusive a subscrição do aumento de capital da incorporadora.

²⁶ Para Bulhões Pedreira (2007, v. 2, p.1.800), isso se justifica em razão de a “realização de uma única Assembléia Geral da incorporadora se impõe nas companhias abertas porque, em regra, a elaboração do e laudo de avaliação requer alguns meses e seria perturbador da regularidade do funcionamento dos mercados se houvesse a divulgação da aprovação do protocolo pela primeira Assembléia da incorporadora e a conclusão da operação ficasse pendente durante meses até que se completasse laudo de avaliação”.

Observa-se, assim, uma simplificação do procedimento estabelecido legalmente, que, a princípio, reclama que seja realizado duas assembleias pela incorporadora. No entanto, a prática tornou usual a realização de uma única assembleia geral, com fim de concentrar os atos a serem praticados pela sociedade incorporada. Permanece, contudo, uma única assembleia a ser realizada na sociedade incorporada.

Retomando o procedimento, caso o protocolo seja rejeitado pela decisão assemblear, o procedimento de incorporação será encerrado. No caso de aceitação parcial, ou seja, com ressalvas, o procedimento de contratação da incorporação reiniciará com a necessidade de apresentação de novo protocolo (BOTREL, 2017, p.133).

Com aprovação do protocolo, e do laudo de avaliação do patrimônio líquido pelas sociedades contratantes, ocorrerá a efetivação da incorporação com a extinção da sociedade incorporada (§ 3º do art. 227 da LSA)²⁷.

O arquivamento e publicação dos atos de incorporação, competirá a sociedade incorporadora, devendo proceder com tal mister no prazo de 30 dias a contar da efetivação do negócio, obedecendo as disposições contidas no art. 289 da LSA.

Caso contrário, dado a omissão e demora, o registro só produzirá efeitos quando da sua concessão pelo órgão registral, podendo os administradores responderem por perdas e danos (BOTREL, 2017, p. 133).

Como visto, após a efetivação da incorporação, a incorporada se extinguirá, passando a fazer parte da incorporadora, desta forma, aumentando o seu capital, passando a operar em unidade de exploração da atividade econômica.

Portanto, ao contrário da fusão, que consiste na operação por meio do qual a junção de duas ou mais sociedades faz surgir um novo corpo societário, a incorporação não observará as disposições relativas à constituição de uma nova sociedade empresária, eis que a sociedade incorporadora subsiste em relação à incorporada.

²⁷ § 3º Aprovados pela assembleia-geral da incorporadora o laudo de avaliação e a incorporação, extingue-se a incorporada, competindo à primeira promover o arquivamento e a publicação dos atos da incorporação.

3.2.3 O procedimento na Cisão

Bulhões Pedreira (2007, v. 2, p. 1.805), de forma genérica, aduz que o procedimento legal da cisão percorre três etapas: (i) definição do negócio por meio da deliberação dos administradores ou acionistas da sociedade a ser cindida, elaborando os instrumentos a serem submetidos à assembleia; (ii) formação do negócio jurídico por meio da assembleia geral que irá deliberar sobre a justificação e sua aprovação; e (iii) execução do negócio jurídico de cisão com a aprovação da justificação.

Prossegue ainda estipulando que os efeitos oriundos da aprovação compreenderam os seguintes atos: (i) nomeação de peritos para avaliar o patrimônio a ser vertido; (ii) deliberação sobre laudo após sua conclusão; e (iii) caso aprovado o laudo, procederá a execução da operação (PEDREIRA, 2007, v. 2, 1.805).

No entanto, baseado no procedimento acima exposto por Bulhões Pedreira, a depender da modalidade de cisão a ser operada, o procedimento assumirá diferentes roupagens conforme determina o § 2º e 3º do art. 229 da LSA²⁸.

Nesse sentido, Sérgio Botrel (2017, p. 161-164) disciplina que o procedimento da operação de cisão de duas formas: (i) cisão com transferência de parcela do patrimônio em sociedade nova; e (ii) cisão com transferência de parcela de patrimônio em sociedade preexistente.

No primeiro caso, quando a cisão for realizada mediante versão do patrimônio da sociedade cindida de modo a formar nova sociedade, o procedimento observará o § 2º do art. 229 da LSA.

Desta forma, a deliberação sobre a operação será tomada pela assembleia geral da sociedade cindida, à vista de justificação que conterá o conteúdo reclamado pelo art. 224, que dispõe sobre o protocolo.

Neste ponto, Botrel (2017, p. 163) nos atenta para o fato de que nessa modalidade de cisão não será firmado o protocolo, visto que na fase preparatória dessa modalidade os atos a serem praticados competem somente a sociedade

²⁸ § 2º Na cisão com versão de parcela do patrimônio em sociedade nova, a operação será deliberada pela assembléia-geral da companhia à vista de justificação que incluirá as informações de que tratam os números do artigo 224; a assembléia, se a aprovar, nomeará os peritos que avaliarão a parcela do patrimônio a ser transferida, e funcionará como assembléia de constituição da nova companhia.

§ 3º A cisão com versão de parcela de patrimônio em sociedade já existente obedecerá às disposições sobre incorporação (artigo 227).

cindida, ou seja, constitui em ato unilateral daquela que irá transferir seu patrimônio para formar nova sociedade constituída especialmente para tal propósito.

Caso aprovado a operação pela sociedade a ser cindida, haverá a nomeação de peritos para avaliação do patrimônio a ser transferido para a nova sociedade (art. 229, § 2).

Na hipótese de o laudo já tiver sido elaborada e apresentado juntamente com a justificação, a assembleia geral, se aprovar a operação, funcionará para a constituição da nova sociedade, desde modo, ocorrerá uma única deliberação (BOTREL, 2017, p. 162).

Com a efetivação da operação de cisão, no qual ocorreu a extinção da sociedade cindida, os atos de arquivamento e publicação²⁹ competirá aos administradores da sociedade que tiver absorvido o patrimônio transferido. Por sua vez, no caso de cisão parcial, competirão aos administradores de ambas as sociedades, ou seja, da cindida e da sociedade formada especialmente para tal propósito (BOTREL, 2017, p. 162).

Por sua vez, quando a transferência de patrimônio da sociedade cindida tiver como objeto uma sociedade empresária já existente, a legislação determina que o procedimento de cisão obedeça às regras da incorporação (art. 229, § 3º c/c art. 227 e seguintes da LSA).

Neste caso, é necessário que as partes firmem o protocolo, observando, portanto, o conteúdo determinado pelo art. 224 da LSA. Caso aprovado na sociedade receptora, deverá ser autorizado o aumento de capital a ser subscrito e realizado pela sociedade cindida. Por sua vez, a aprovação na sociedade cindida autorizará os diretores ou administradores a praticarem os atos para concretização da operação de cisão, notadamente o ato de subscrever e realizar o aumento de capital na sociedade receptora.

Cumprе mencionar que neste caso, após efetivada a operação de cisão, os atos de arquivamento e publicação competiram para os diretores ou administradores de ambas as sociedades no prazo já determinada anteriormente.

²⁹ O prazo para tal mister é o mesmo das demais operações, qual seja, de 30 dias a contar a efetivação do negócio de cisão, “hipótese em que os efeitos do registro retroagirão à data de realização da assembleia geral que formalizou a operação” (BOTREL, 2017, p. 162).

4 A DUE DILIGENCE

Iniciaremos neste ponto o estudo da *due diligence* – com enfoque na modalidade jurídica - em operações de *M&A*. Começaremos por um breve histórico e conceituação, procedendo a exposição de seu procedimento nas operações de *M&A*, e ao fim concluir sobre sua relevância nas operações em questão sob a ótica da identificação de passivos e contingências como mecanismo de limitação do risco sucessório.

Portanto, o presente capítulo seus tópicos e o subsequente, consistem no cerne da pesquisa elaborada, de modo que com sua conclusão passaremos a entender a razão da relação entre a *due diligence* em operações de *M&A* com mitigações de riscos oriundos deste contexto.

Não será feito, entretanto, um estudo exaustivo sobre o assunto, de modo que as considerações que seguem foram feitas na medida necessária para compreendermos o objeto da presente pesquisa.

4.1 Apontamentos Sobre a *Due Diligence*

Conforme a expressão literal, “*due diligence*” significa “devida diligência” em nosso vernáculo. Sua origem remonta ao direito romano com a expressão “*diligencia quam sui rebus*”, que denotava o dever de cuidado de um indivíduo com seus interesses e coisas (ZHANG, 2022, p. 12).

Por sua vez, segundo a definição do *Oxford Learner’s Dictionaries* (DUE DILIGENCE), a *due diligence*, na concepção negocial do termo, consiste em um mecanismo de análise minuciosa de determinada atividade econômica.

A literatura sobre o tema aponta o *Securities Exchange Act*, promulgada nos Estados Unidos em 1934, como sendo o marco da sua atual forma (ROCHA, 2012, p. 47).

Edmundo Nejm e Sérgio Bruna (2002, p. 205), em leitura precisa sobre o contexto histórico, afirmam que, devido à eclosão da crise mundial de 1929 (Quebra da Bolsa de *Nova York*), estabeleceu-se, mediante a lei mencionada alhures, que os responsáveis por emissões de títulos de uma companhia seriam responsabilizados pelo conteúdo das declarações e informações prestadas sobre a situação a companhia emissora.

Deste modo, segundo Gaughan (2007, p. 71), a sua criação contribuiu para a maior e mais detalhada divulgação das informações relativas aos valores mobiliários emitidos por companhias naquele contexto, de modo que os acionistas pudessem tomar decisões mais seguras sobre a oferta de aquisição mediante a avaliação adequada da disponibilidade dos referidos dados.

Consoante a tal afirmação, Nejm e Bruna (2002, p. 205), sobre o referido dispositivo anglo-saxônico, fazem uma ligação precisa com a *due diligence*, em virtude da possibilidade dos terceiros adquirentes dos títulos emitidos se exonerarem de eventual responsabilidade pela falsidade, omissão ou manipulação de informações sobre sua emissão, desde que provem o desconhecimento de tais condutas e tendo procedido com a *due diligence* e mesmo assim ainda tenham sido “levados a acreditar na fidedignidade de tais informações, não dispondo de motivos razoáveis para delas desconfiar”.

Feitas as considerações preliminares, sobre o breve contexto histórico, a concepção usual do termo *due diligence* corresponde a uma ação pautada em cautela, cuidado e análise de informações substanciais, sendo esta importada da expressão latina para o contexto empresarial.

Neste aspecto, há de se fazer menção ao dever de diligência estampado nos artigos 153³⁰ da LSA, e 1.011³¹ do Código Civil, oponível aos administradores/diretores de sociedades, visto que, em grande parcela dos casos, são eles os protagonistas da fase negocial que antecede as deliberações da base da operação pela assembleia geral das sociedades contratantes. Borba (2022, p. 487) atenta-nos para esse fato, sendo a condução feita inicialmente pela figura dos órgãos de administração, até a formalização do protocolo, e posteriormente pela assembleia geral que deliberará sobre as bases da operação com sua ulterior efetivação.

Portanto, considerando tal premissa, podemos inferir que a *due diligence* está consubstanciada no dever de diligência que todo homem ativo e probo deve empregar na exploração de seus negócios.

³⁰ 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.

³¹ 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.

Nesse contexto, segundo Fábio Ulhoa Coelho (2019, p. 457-458), caso um administrador de uma sociedade não proceda com as diligências preparatórias e necessárias, sobre a situação e regularidade de outra sociedade, este não cumpriu com seu dever de diligência, razão pela qual poderá responder por eventuais prejuízos resultantes de sua negligência.

Isto assume caráter fundamental, visto que as operações em análise são marcadas, geralmente, pela assimetria de informações, sobre seus riscos e real avaliação. Nesse sentido, segundo Eizirik, Henriques e Vieira (2023, p.122) há o dever imposto ao vendedor de prestar informações relevantes sobre o objeto da transação, e, por outro lado, o adquirente possui o ônus de se informar a respeito do objeto contratado, dever este consubstanciado no de diligência na fase pré-contratual.

Nesta acepção, para os autores, *a due diligence* consiste no principal mecanismo que o adquirente utilizará para desincumbir-se do ônus de se informar. Por sua vez, sob a ótica da parte alienante ou sociedade-alvo da operação, o procedimento em questão será relevante em razão do dever de informar que lhe cobre durante a fase negocial. Deste modo, procedendo de bom grado a prestação das informações ao proponente contratante, tal dever lhe será desincumbido. Finalizam com uma precisa observação, em razão de que “o procedimento de *due diligence* tem o papel preponderante na delimitação do âmbito de responsabilidade do vendedor por informar e do comprador por se informar” (EIZIRIK; HENRIQUES; VIEIRA, 2023, p. 124).

Adiante, segundo Dinir Salvador Rocha (2012, p. 49), a *due diligence* é um método utilizado pelas partes para analisar determinado negócio com objetivo de prevenir futuros passivos e contingências.

O autor dispõe que as operações societárias são responsáveis pela maioria das realizações da *due diligence*, em virtude do vasto campo de aplicação, que incluem a fusão, incorporação, cisão de empresas e demais operações que possam ser compreendidas na expressão “M&A” (ROCHA, 2012, p. 52).

A respeito sobre o objeto da auditoria em questão, podemos dividi-lo em áreas diferentes que envolvem a exploração da atividade econômica. Consoante a essa afirmação, vejamos o que os juristas determinam:

“envolve o exame de atividades operacionais e não operacionais da empresa, o diagnóstico legal, o levantamento e quantificação de passivos e contingências, e a emissão de relatórios pelos auditores” (EIZIRIK; HENRIQUE; VIEIRA, 2023, p. 124).

Conforme Edmundo Nejm e Sérgio Varella Bruna (2002, p. 215), a opção pela realização de auditoria, possibilita a verificação da legalidade das práticas adotadas pela atividade empresarial em questão, permitindo a identificação prévia de contingências cujos efeitos podem se estender após a realização das operações, prejudicando as partes. De acordo com seus entendimentos, o grande interesse na realização da auditoria é detalhar minuciosamente a situação jurídica, contábil e financeira da empresa auditada.

Nesse sentido, os autores ainda exaltam que a *due diligence* envolve muito mais do que a verificação da boa ordem dos registros contábeis da empresa em questão, pois há a possibilidade da avaliação de aspectos legais relacionados a ativos e passivos das operações que possam influenciar seu patrimônio, mas que nem sempre são identificados por técnicas contábeis (NEJM; BRUNA; 2002, p. 214).

Nesse sentido, está-se falando do que convencionou denominar de *due diligence jurídica*, que, conforme Neto e Rocha (2012, p. 248) apresenta duas funções de grande relevância:

a) obter o maior número de informações para ajudar na quantificação de ativos e passivos da sociedade objeto da aquisição para adequar o preço da oferta tendo por base o *valuation* da empresa e b) fornecer subsídios para os advogados estruturarem as operações sob o ponto de vista jurídico, adequando no contrato de compra e venda de quotas/ações tudo o que for necessário para resguardar os interesses das partes, tais como condições suspensivas, declarações e garantias bem como indenizações por passivos contingentes ou reais.

Desta forma, a sua execução implicará no preço final a ser pago, em razão de algumas informações serem de relevância para apontar qual o real *valuation* da operação pretendida, bem como possibilitar os profissionais do direito a elaborarem da melhor forma o contrato definitivo, estruturando-o conforme o conhecimento que obtiveram com a análise de informações e documentos.

Segundo Anderson Martorano Ribeiro (2011, p. 181), o objeto de análise da *due diligence* pode ser classificado em três categorias:

[...] *abrangente*, ou seja, envolvendo todas as áreas legais passíveis de gerar contingências na empresa auditada, dependendo do seu ramo de

atuação, observado possíveis processos administrativos e judiciais, dentro dos limites prescricionais; - *parcial*, visando avaliar formalmente a documentação relativa às principais áreas de risco da empresa auditada; - *específico*, que se limita a áreas ou contratos específicos, visando a realização de negócios pontuais.

Sobre o escopo mais abrangente, o autor alhures, a título de exemplificação nos aponta as diversas áreas que podem ser objeto da auditoria em questão, envolvendo áreas como: (i) cível em geral, abrangendo contencioso, contratos, direitos de propriedade, direito do consumidor e ambiental; (ii) comercial em geral, societário e direito de propriedade industrial; (ii) tributário, englobando o contencioso em geral; e (iii) direito do trabalho, que abarcará reclamações trabalhistas e auditoria de obrigações (RIBEIRO, 2011, p. 184).

Não obstante o escopo de análise acima, para Sherman e Hart (2006, p. 63), além de ser um processo de análise de áreas como a jurídica, financeira, contábil, operacional, ela é utilizada como um verdadeiro teste da realidade, uma vez que permite melhor compreender o objeto negociado, influenciando na atratividade da operação, visto que, com as informações obtidas às partes podem reputar a operação como uma oportunidade ilusória.

Por essa razão, caso uma das partes interessadas chegue a uma conclusão diversa da pretendida originalmente com as negociações, devido às informações analisadas, poderá ocorrer a desistência de uma delas sobre a concretização da operação.

Com base nessa breve explicação, podemos inferir que a *due diligence*, em termos simples, consiste no procedimento de análise e investigação minuciosa das diversas informações de uma atividade econômica específica, que é objeto de transações envolvendo operações societárias, visando identificar potenciais problemas de ordem jurídica, contábil ou financeira, que possam impactar as transações de alguma forma. Não só isso, consiste no meio adequado pelo qual as partes irão confirmar ou não suas convicções a respeito do objeto negociado, visto que a depender das informações obtidas poderá ocorrer a desistência do negócio, visto que em realidade não se confirma com as premissas estabelecidas inicialmente.

Nesse sentido, passaremos agora a expor sucintamente seu procedimento e seu impacto como fator mitigante de risco da sucessão das obrigações da atividade sucedida.

4.2 O procedimento nas Operações de M&A

Inicialmente, devido à complexidade das operações de fusões e aquisições, é evidente que existem determinados riscos. Não obstante, a legislação brasileira é silente a respeito da realização da *due diligence* em operações societárias, sobretudo em sociedades de capital fechado.

Neste sentido, destaca Huland (2020, p. 26):

O ordenamento jurídico brasileiro não dispõe tratamento específico acerca do procedimento de *due diligence*, logo, a metodologia não é considerada uma figura jurídica autônoma ou obrigação legal e, por consequência, a delimitação dos campos de investigação e a definição do método a ser implementado conformam-se aos interesses e às conveniências das partes envolvidas.

Desta forma, considerando a falta de disciplina jurídica sobre o tema, Arthur Ridolfo Neto e Dinir Salvador Rocha (2012, p. 253) afirmam que a condução do procedimento sob análise depende da *expertise* do profissional auditor, ou seja, o conhecimento que possui acerca do objeto analisado.

Portanto, essa lacuna levou a praxe comercial a desenvolver o referido mecanismo com o objetivo de consolidar um procedimento base a ser seguido para sua condução em operações societárias.

A exemplo, sobre o momento adequado para a realização de uma *due diligence*, Mamede (2022, p.186) dispõe:

[...] não há um momento certo para que a investigação tenha curso. Pode ser feita antes mesmo de a operação ser levada para a aprovação das coletividades sociais, orientando a definição das bases do negócio e, assim, a elaboração da justificativa, assim como pode ser prevista no protocolo como fase para que se apurem se as bases do negócio, dispostas na justificativa, correspondem à realidade verificada na empresa.

Levando em consideração o que foi abordado no tópico 3.1, em que tratamos das negociações preliminares das operações de *M&A*, especificamente sobre a celebração da carta de intenções e do memorando de entendimentos, vê-se possível que as partes celebrem o acordo de realizarem uma auditoria nesta fase.

Conforme visto, a *LOI* que consiste na declaração de intenções das partes, na qual consignam a vontade de contratar e estabelecem premissas para a condução das negociações, pode descrever com algum detalhe a auditoria a ser

realizada. Consoante a tal afirmação, Salvador Rocha (2012, p.57) dispõe que a *due diligence* poderá ter início com a assinatura de uma Carta de Intenções³², pois é necessário que as partes manifestem sua vontade de contratar, estabelecendo um vínculo inicial entre elas.

Nesse contexto “as partes ajustam entre si o direito de realizar uma auditoria prévia da sociedade que se pretende incorporar ou cujo controle societário se pretende adquirir, ou de ambas as sociedades para o caso de fusão” (MAMEDE, 2022, p. 186).

Para Botrel (2017, p. 247), à vista de não haver um momento adequado para a condução de uma *due diligence*, ficará a cargo das partes convencionarem o momento adequado para tanto, na maioria dos casos, feita quando estabelecerem as bases da operação por eles almejada.

É sempre recomendável, no entanto, que seja realizada antes da conclusão da transação, a fim de usar as informações para estipularem novas cláusulas contratuais (ROCHA, 2012, p. 54). Assim, se realizada antes da assinatura do contrato final, que determina o preço da operação, a parte interessada “poderá maximizar a sua posição durante as negociações” (NEJM; BRUNA, 2002, p. 214).

No presente contexto, antes que seja realizada a coleta de informações, é necessário a precaução por parte daquela que a disponibiliza, dado seu interesse de preservação do sigilo correspondente a sua atividade, devendo identificar as partes que participarão de maneira direta da auditoria e exigir que assinem um acordo de confidencialidade (BOTREL, 2017, p. 247).

No mesmo sentido, Salvador Rocha (2012, p. 58) dispõe:

Ainda nessa fase inicial, para que as partes tenham acesso às informações da parte oposta, elas precisam assumir um compromisso de que aqueles conhecimentos serão usados pela parte oposta na medida necessária para a concretização do negócio e, caso este não seja realizado, tem a garantia de que tais informações serão destruídas e protegidas de terceiros. Tal compromisso [...] é chamado de acordo de confidencialidade.

O citado autor destaca que a importância desse acordo recai no fato de que, caso a intimidade de uma parte tenha sido violada pela parte oposta, terá

³² Dinir Salvador Rocha (2012, p. 57) dispõe que, na prática nacional e internacional existem diversos nomes para Carta de Intenções, tais como *Letter of Intention (LOI)*, Memorando de Intenções (*Memorandum of Understandings*), *Term Sheet*, entre outras denominações. Ainda, atenta-que no Direito Brasileiro, é importante o conteúdo da referida carta, não sua denominação.

perdas materiais em razão do alto valor dos documentos envolvidos. Ainda exemplifica que pode haver casos em que a parte “compradora”, se valendo de má-fé, usará dos privilégios intrínsecos ao procedimento em questão, para obter informações necessárias que possibilitem seu lucro, mediante venda das informações para concorrentes, adquiridas por meio de sua fraude (ROCHA, 2012, p. 58).

Desta forma, com a celebração do acordo de confidencialidade, a parte reveladora das informações estará resguardada pela vedação de seu extravio a terceiros, bem como citado alhures, que após a condução da auditoria, as informações serão destruídas.

Adiante, Botrel (2017, p. 247) destaca que o procedimento de *due diligence* se iniciará com o envio de um *check-list*³³ para a parte reveladora, situação em que está providenciando os documentos e informações solicitados para as equipes de auditorias, e formação de um *data room*³⁴, local que correrá o referido procedimento.

Em relação ao *check-list*, a praxe comercial desenvolveu um roteiro básico que norteia sua condução, contemplando desde aspectos societários, processos judiciais e administrativos, contratos relevantes, assuntos trabalhistas, tributários, processos administrativos, propriedade intelectual, assuntos imobiliários, regulatórios, entre outros (NETO; ROCHA, 2012, p. 253-254).

Vê-se, portanto, que o objeto de uma *due diligence* jurídica possui escopo abrangente, pois a análise minuciosa de informações perpassa pelas diversas áreas do direito que mantém relação com a exploração da atividade econômica.

Feito a análise dos documentos necessários, os auditores deverão elaborar um relatório que será entregue para os clientes, que para Nejm e Bruna (2002, p. 217) conterá a “descrição de contingências encontradas, incluindo geralmente, quando possível, uma estimativa de seu valor”.

Anderson Ribeiro (2011, p. 184) consigna que inicialmente, a depender se a auditoria for dividida por área, cada uma delas apresentará um relatório

³³ Nas palavras de Rocha (2012, p. 59), *check-list* é o termo que designa a lista de documentos solicitados pela outra parte que julga necessários para a realização da *due diligence*.

³⁴ O *data room* deve ser escolhido fora dos estabelecimentos e escritórios das partes envolvidas, para que a coleta de informação seja mais eficiente e preservação do sigilo da operação (BOTREL, 2017, p. 247).

diferente, ou seja, a análise das áreas trabalhista, fiscal, ambiental, contatual entre outras relevantes poderá gerar relatórios diferentes, com o fim de especificar a situação do objeto contratado de acordo com uma área específica. Após, todos esses relatórios irão convergir em um único relatório que conterá toda a descrição das informações identificadas na fase de diligência.

Nesse aspecto, Nejm e Bruna (2002, p. 217) dispõem que a forma do relatório pode variar conforme os interesses de seu destinatário, bem como disciplinam que um bom relatório deve ser redigido de forma simples e objetiva, devendo evitar, quando possível, linguagem jurídica, para que quaisquer pessoas tenham perfeita compreensão das informações nele contidas.

Desta forma, o relatório final de um procedimento de *due diligence*, possibilita a formação do convencimento sobre o objeto da transação que se busca efetivar, podendo as informações encontradas gerar consequências diversas, como dissuadir algum dos interessados sobre a continuação da operação ou lhe conceder subsídios para tomada de medidas específicas, como por exemplo a estipulação de cláusulas contratuais que resguardem seu interesse na operação.

5 A DUE DILIGENCE COMO FATOR MITIGANTE DO RISCO EM OPERAÇÕES DE M&A

O procedimento de *due diligence* é moroso, complexo e envolve gastos consideráveis, indo de encontro com a exigência do mercado contemporâneo que se apresenta cada vez mais dinâmico, querendo as empresas manterem-se competitivas. Por tanto, alguns podem aduzir sobre sua inviabilidade em razão da constante necessidade de celeridade nas negociações.

No entanto, tomar decisões precipitadas a respeito de determinada operação de M&A pode ocasionar consequências negativas para o futuro, sendo a *due diligence*, na maior parte das vezes, indissociável das operações societárias como fator mitigador de riscos.

Inevitavelmente, sabemos que a exploração da atividade econômica emana riscos consideráveis devido às incertezas a ela associada. Por mais que haja um planejamento minucioso, e por maior que seja a *expertise* do empresário sobre determinado ramo de negócio, não há como prever, de maneira exata, o seu curso, pois a atividade empresarial depende de inúmeros fatores para alcançar o sucesso (ARAÚJO, 2012, p. 212).

Nesse aspecto, Alessandra Coelho (2011, p. 333) dispõe que:

O grande desafio do empresário no mundo globalizado de hoje, é conquistar o mercado, sendo mais produtivo e competitivo, agindo com mais eficiência para obter resultados mais eficazes, evitando, contudo, ferir a segurança jurídica nas relações comerciais. Entretanto, as empresas nem sempre estão preparadas para esse fim e para tanto acabam recorrendo às reestruturações societárias, buscando assim a eficiência que o mercado exige.

Como visto, as operações societárias surgem como uma alternativa viável para implementação de estratégias de crescimento, neste caso pela via externa ou compartilhada, que muitos denominam como inorgânico.

No entanto, uma grande preocupação a respeito dessas operações fundamenta-se na atribuição da responsabilidade que a legislação vigente confere a empresa sucessora pelas obrigações que antes pertenciam à empresa sucedida ³⁵.

³⁵ O que possibilita a transferência das obrigações de uma empresa para outra é sua personalidade jurídica, que nada mais é do que o atributo que concede a atividade empresarial capacidade de adquirir direitos e contrair obrigações (ARAÚJO, 2012, p. 225).

Para Muniz e Castello Branco (2007, p. 58) a sucessão delas advinda consiste na transferência de conjuntos de direitos e obrigações, ou de ativos e passivos, ou ainda, de grupo de haveres e deveres, de uma empresa para outra.

Desta forma, Fábio Ulhoa Coelho (2019, p. 457, 450) dispõe que após a concretização de determinada operação de *M&A*, as partes estarão tão envolvidas com seus interesses no negócio, que a irregularidade de uma delas, independentemente de sua natureza, passará a outra.

Por sua vez, Edmundo Nejm e Sérgio Bruna (2002, p. 215) admitem ser o tema em questão de suma relevância para o ambiente das operações, visto que a legislação brasileira apresenta variadas situações “em que o comprador da empresa torna-se responsável pelas dívidas do vendedor [...]”.

Diante de tais afirmações, os artigos 227, 228 e 229, § 1º da Lei n.º 6.404/1976 (LSA), ao definir o que é a incorporação, fusão e a cisão, respectivamente, destaca que após realizada tais operações, seus envolvidos sucedem em todos os direitos e obrigações que originalmente pertenciam ao objeto contratado, ou seja, a uma determinada atividade econômica.

Portanto, vê-se que a regra legal estabeleceu que após a concretização do negócio as obrigações oriundas do objeto da transação passarão a ser de responsabilidade da atividade sucessora.

A título de exemplo, em relação ao campo tributário, em definição ampla e interpretativa, o art. 132³⁶ do Código Tributário Nacional (BRASIL, 1966) estabelece que a responsabilidade tributária passará ao sucessor da atividade adquirida.

Nesse ponto, José Eduardo Toledo (2012, p. 329) destaca o papel da *due diligence*:

[...] a *due diligence* tem objetivo de analisar e avaliar documentos fiscais e contábeis, bem como processos (administrativos e judiciais) existentes (ativos e passivos), com o fim de apresentar ao interessado a existência de eventuais procedimentos fiscais e contábeis (ou existência de discussões judiciais e administrativas) que, por sua relevância, possam afetar substancialmente a continuidade do negócio.

³⁶ Art. 132. A pessoa jurídica de direito privado que resultar de fusão, transformação ou incorporação de outra ou em outra é responsável pelos tributos devidos até à data do ato pelas pessoas jurídicas de direito privado fusionadas, transformadas ou incorporadas.

Nilton Latorraca (2000, Apud CARRAMASCHI, 2012, p. 205) determina que a atividade empresarial, que visa desenvolver-se de forma preventiva, “projeta os atos e fatos administrativos com o objetivo de informar quais os ônus tributários em cada uma das opções legais disponíveis”. E continua para o fato de:

O objeto do planejamento tributário é, em última análise, a economia tributária. Cotejando as várias opções legais, o administrador obviamente procura orientar os seus passos de forma a evitar, sempre que possível, o procedimento mais oneroso do ponto de vista fiscal (LATORRACA, 2000, Apud CARRAMASCHI, 2012, p. 205)

Por sua vez, Leandro Luiz Zacan (2002, p. 439), ao abordar o tema “*Due Diligence* e Responsabilidade Tributária”, destaca:

Quanto mais elevado número de processos administrativos e judiciais lançados pelas autoridades fiscais, maior deve ser a preocupação daquele que está assessorando o futuro adquirente da empresa ou negócio, incumbindo-lhe levar essa preocupação ao conhecimento do interessado nesse negócio. Frequentes autos de infração podem ser indício de um significativo volume e valor de contingências.

Portanto, caso os processos em curso tenham desfecho desfavorável, poderá gerar custos consideráveis ao sucessor da empresa adquirida, bem como não ser constituídas garantias suficientes para a compensação patrimonial de eventuais perdas, caso não identificados pela *due diligence* antes da conclusão do negócio (ZACAN, 2002, p. 439).

Isso quer dizer que, em determinados casos, a atividade que se pretende adquirir poderá apresentar passivos fiscais relevantes, por consequência influenciando negativamente na atratividade econômica da operação.

Desse modo, a auditoria em comento visa dar conhecimento para as partes envolvidas das mais variadas implicações fiscais oriundas da transação, que podem impactar de forma considerável o proveito econômico que esperavam com a conclusão do negócio.

Adiante, a Consolidação das Leis Trabalhistas (BRASIL, 1943), em seus arts. 10³⁷ e 448³⁸, dispõe que a alteração na estrutura jurídica da empresa não

³⁷ Art. 10 - Qualquer alteração na estrutura jurídica da empresa não afetará os direitos adquiridos por seus empregados.

³⁸ Art. 448 - A mudança na propriedade ou na estrutura jurídica da empresa não afetará os contratos de trabalho dos respectivos empregados.

afetará o direito adquirido dos trabalhadores nem os contratos de trabalho respectivos.

Portanto, vê-se um imperativo legal determinando a manutenção integral dos contratos de trabalho com todas as suas responsabilidades e obrigações, mesmo diante de mudanças nos quadros jurídicos da empresa ou da mudança em sua titularidade. No que diz respeito a preservação integral dos contratos acima, “itens como remuneração, benefícios, garantias, tempo de serviço e seus efeitos devem ser mantidos no período posterior ao fechamento” (RAMOS, 212, p.118).

É nesse contexto que a chamada de “*due diligence trabalhista*” entrará em vigor, visando compreender, através da coleta de informações relevantes sobre práticas trabalhistas adotadas pela atividade objeto da operação de modo a identificar eventuais contingências, riscos ou passivos decorrentes dela, que segundo Ana Rita Picolli Ramos (2012, p. 122-123) o procedimento em questão se debruçará sobre:

[...] contratos, remuneração, benefícios, políticas de horas extras, acordos sindicais, contratação de aprendizes, contratação de pessoas portadoras de deficiência, medicina e segurança do trabalho, contratação de terceiros, relações trabalhistas com administradores, relatórios e formulários governamentais, dentre outros.

No entanto, para além desses objetos de análise, poderá ser verificado a existência de processos judiciais trabalhistas pendentes ou em iminência, ou seja, contencioso trabalhista (ZHANG, 2023, p. 22).

Implica, portanto, que eventuais contingências ou passivos decorrentes da relação empregatícia que estejam vinculadas a atividade são mantidas após o fechamento das transações de *M&A* (RAMOS, 2012, p. 118).

Portanto, se a atividade objeto da transação não observar os ditames legais a respeito das obrigações relativas as relações trabalhistas, como remuneração, férias, 13º salário, adicionais, entre outros, bem como reclamações trabalhistas em andamento por conta do descumprimento de tais obrigações, poderá implicar eventualmente em passivos significativos para o adquirente.

Por seu turno, a *due diligence* ainda pode ser voltada para o aspecto societário da operação, visando a avaliação de riscos mediante análise de determinados documentos, tais como:

(i) histórico da sociedade; (ii) estrutura corporativa e o contrato social/estatuto social; (iii) auditores e contadores; (iv) livros societários; (v) valores mobiliários emitidos; (vi) acordo de quotista/acordo de acionistas; (vii) lucros, reservas e dividendos; (viii) estrutura administrativa, dentre outros (QUATTRINI, 2012, p. 142).

Nesse aspecto, Larissa Quattrini (2012, p. 143, 144) ressalta a importância de verificar todas as alterações contratuais ou assembleias gerais, a depender se sociedade limitada ou anônima, respectivamente, para extrair informações societárias relevantes. Ainda dispõe que é fundamental checar se todos esses documentos foram devidamente registrados na Junta Comercial do Estado que tenha a sede da atividade. Também servirá para verificar se existem processos administrativos que envolva a companhia, seus sócios ou administradores

Além dos obstáculos, o relatório obtido com a *due diligence* ao identificar imperfeições da sociedade auditada, poderá indicar ajustes que possibilitam a concretização da operação pretendida, como: atualização dos livros societários, adequação do contrato social ao Código Civil, realização de Assembleias Gerais, dentre outros (QUATTRINI, 2012, p. 156).

Conclui-se, em aspecto geral, que a *due diligence* permite compreender o negócio celebrado, de modo a garantir a convicção de sua escolha procedendo a racionalização dos riscos, redução ou ajustes no preço das transações, e em algumas situações, “reduzir a exposição do vendedor a eventuais reclamações do comprador, em caso de venda de ativos empresariais ou participações societárias” (BOTREL, 2017, p. 63).

Nessa linha, Neto e Rocha (2012, p. 248) disciplinam que é nesse procedimento, cujo objetivo primordial é a identificação ou quantificação de superveniências passivas e ativas de determinada atividade, que o potencial comprador ou investidor se valerá com o objetivo de confortar-se em relação a sua decisão de investimento ou aquisição.

Outra função de suma importância, está no relatório elaborado através do procedimento em questão, que pode servir futuramente como meio probatório de que foram disponibilizadas informações inverídicas, não consoantes com a realidade do objeto auditado, o que possibilitaria a parte prejudicada demandar judicialmente seus prejuízos contra a empresa que agiu de má-fé ao lhe conceder informações que não espelhem a realidade do negócio (SAYDELLES, 2020).

Para Edmundo Nejm e Sérgio Bruna (2002, p. 217-218), ao apreciar a condição das informações prestadas para o procedimento em questão, disciplinam o seguinte:

[...] Um exame parcial, fundado apenas nos documentos disponibilizados pela própria empresa auditada, normalmente não é capaz de atestar a situação real de todos os negócios da empresa. Normalmente, essa situação deve ser retratada nos termos do contrato negociado, para que o vendedor venha a ser responsabilizado por quaisquer omissões verificadas quanto aos documentos apresentados, tornando-se responsável pelas contingências não identificadas em razão de tais omissões.

Consoante a afirmação alhures, vê-se que a *due diligence*, por mais meticulosa e dogmática que possa ser, em algumas situações não será mecanismo suficiente para resguardar o interessado em determinada operação sobre todos os pontos de riscos envolto a exploração da atividade que pretende de alguma forma adquirir.

Nessa lógica, as partes podem exigir *declarações e garantias (representations and warranties)* a respeito das informações prestadas durante a auditoria, a partir do momento em que as partes negociarem o respectivo contrato.

Os autores Rocha e Nunes (2012, p. 98), sob a perspectiva do comprador, atribuem a importância da referida cláusula ao fato de que:

O comprador se baseia nas declarações dos vendedores para adquirir a empresa a ser vendida. Assim, o comprador confia nas declarações e garantias dos vendedores e, caso o primeiro venha a incidir em erro substancial, ele poderá pleitear a anulação do contrato.

Neste aspecto, segundo Nejm e Bruna (2002, p. 2018) as contingências não manifestas quando da realização de uma *due diligence* podem ser objeto de garantias a serem firmadas no contrato definitivo de determinada operação de *M&A*.

Paula Forgioni (2023, p.132), por sua vez, aduz que a função principal da referida cláusula é a alocação de riscos pelos contraentes.

Ou seja, conforme os riscos encontrados por uma auditoria realizada pela parte interessada, essa, a depender da qualidade das informações obtidas, poderá requerer da outra parte que declare e preste garantias sobre determinadas situações do negócio.

Botrel (2017, p. 304-310) expõe que as declarações e garantias do vendedor podem incidir em: constituição e regularidades, efeito vinculante do contrato, estrutura do capital social, ausência de eventos extraordinários, declarações financeiras e contábeis, contencioso, propriedade intelectual, ativos e passivos, dentro outros.

Por sua vez, as declarações prestadas pelo comprador podem ser sobre sua condição de continuar de forma regular a exploração do negócio adquirido, sua capacidade financeira para cumprir com as obrigações, que não descumprirá as cláusulas firmadas com o vendedor, entre outras declarações (BOTREL, 2017, p. 311-312).

Caso seja violada alguma declaração ou garantia, ou seja, se em algum momento se revelarem imprecisa ou falsas, poderá ser acionada a cláusula de indenização e o infrator deverá indenizar parte prejudicada (ROCHA; NUNES, 2012, p. 98).

Vê-se que, a referida cláusula consiste em importante mecanismo para proteger as partes de eventuais prejuízos oriundos da assimetria de informação, mitigando seus riscos e conferindo para elas certa previsibilidade sobre o cumprimento do contrato e os resultados que serão obtidos com a concretização do negócio. Portanto, atrelada a uma boa *due diligence* pode conferir mais previsibilidade e segurança ao negócio objetivado pelas partes.

Destacamos, por derradeiro, mas exaltando sua importância, a possibilidade de as partes firmarem uma cláusula para constituir uma conta vinculada, denominada de *escrow account* ou conta de garantia.

Sua essência pode ser resumida na necessidade das partes, após tomarem conhecimento de determinadas contingências, firmarem o acordo de abrir uma conta conjunta e depositar os valores atinentes a operação que estão encetando.

Consoante a afirmação alhures, Nejm e Bruna (2002, p. 218) aduzem que, diferente das contingências não manifestas no período da *due diligence*, as que por outro lado manifestarem sua existência nesse processo de coleta e análise de informações, podem, de forma direta, serem deduzidas no preço a ser pago pela operação. Por sua vez, sendo sua ocorrência incerta, os autores aduzem ser possível a submissão dos valores contingentes à *escrow account*, que será

administrada por terceiros, cujo valores somente serão liberados nas situações que as partes convencionarem.

Nesse sentido, de acordo com Graziella Kayo (2019, p. 36), o uso do referido mecanismo em operações de *M&A* será para o depósito de recursos em uma instituição financeira de confiança das partes, que ficará encarregada de administrar o valor depositado bem como proceder a liberação dos valores de acordo com as premissas firmadas pelas partes.

A autora, traçando paralelo preciso entre referida conta com a *due diligence*, dispõe o seguinte:

A conclusão da *due diligence*, além de servir de base para a negociação do ajuste no preço, a depender da existência de eventual passivo ou inconsistências quanto aos ativos da empresa-alvo, [...] também tem papel fundamental na demonstração da estimativa de valor de contingências na empresa-alvo e, por conseguinte, da parcela do preço que poderá ser retida em uma Conta Vinculada. (KAYO, 2019, p. 38).

Deste modo, identificadas determinadas contingências mediante a *due diligence*, que ainda não manifestaram-se na data de sua realização, as partes podem convencionar o referido mecanismo a fim de depositar os valores contingentes, com vista ao abatimento do preço da operação caso se manifestem. De outro modo, caso as contingências não venham a se manifestar, os valores poderão ser liberados como forma do pagamento correspondente a operação encetada pelas partes.

Deste modo, além de ser a *due diligence* um mecanismo essencial de análise de informações relevantes, de diversos aspectos de determinada atividade econômica, buscando identificar circunstâncias que possam de alguma forma interferir na conclusão de uma operação societária, servirá ela para instrumentalizar as informações obtidas mediante a conclusão de outros mecanismos, como cláusulas no contrato definitivo, que resguardem o interesse das partes em relação a expectativa do resultado e atratividade do negócio que estão encetando concluir. Portanto, dado a essas possibilidades oriundas de um procedimento de *due diligence*, torna lógico asseverar que ela está intimamente ligada com a mitigação de riscos em operações de *M&A*.

6 CONCLUSÃO

No contexto do presente trabalho, pode-se inferir que as operações de *M&A* são abrangentes, visto estar nesta terminologia os negócios que possibilitam a implementação de técnicas de crescimento externo ou compartilhado e que de alguma forma provocam a reorganização de determinada atividade econômica.

Conforme aduzido, foram utilizadas das operações societárias, a fusão, incorporação e cisão, como escopo de análise. Adiante, foram feitas breves considerações sobre o procedimento comum nas operações, compreendendo suas fases, as negociações preliminares e o processo de efetivação das operações alhures, mediante sua submissão a deliberação da assembleia geral das sociedades envolvidas, observando para tanto as disposições contidas na Lei de Sociedade por Ações.

Ficou consignado, portanto, que a gênese das operações é marcada pela aproximação entre as partes que pode ser feita através de intermédio por terceiros ou de forma independente entre elas, sendo que após concretizada proceder-se-á a elaboração de instrumentos que visam documentar, formalizar as tratativas entre as partes.

Dito isso, por meio da Carta de Intenções (*Letter of Intentions – LOI*) as partes estipulam diretrizes gerais para a condução das negociações, que, conforme seu amadurecimento, surge novamente a necessidade de formalização, desta vez por meio do Memorando de Entendimentos (*Memorandum of Understandings – MoU*), que geralmente apresenta conteúdo mais abrangente que uma *LOI*.

Concluída as negociações preliminares, as partes elaboram um acordo base no qual será submetido as coletivas sociais das sociedades contratantes, consubstanciado em um documento denominado protocolo, que é apresentado, em regra, com a justificativa, consistindo em instrumentos que irão apresentar aos sócios ou acionistas as condições da operação bem como seus motivos e interesse, respectivamente, de modo que caso aprovado pelas assembleias gerais das sociedades, observado o rito solene reclamado pela lei societária, passará a vincular a sociedade à operação.

Deste modo, por análise implícita, entendeu-se que o procedimento das fusões e aquisições são complexos, sem prejuízo de que cada operação

apresenta objetivos diferentes a serem perseguidos pelos contratantes, razão pela qual seu procedimento pode expressar-se de diversos modos. Em razão disso, desde o princípio não foi objeto do presente trabalho esgotar a análise de todas as facetas envolvidas no processo de negociação e efetivação das operações selecionadas, nos limitando a fazer as considerações julgadas pertinentes para conclusão da presente pesquisa.

Superada essa fase inicial, o foco do trabalho foi direcionado a *due diligence*, que como visto consiste no mecanismo de análise de informações relevantes, que abrange áreas como a financeiras, organizacionais, contábeis, jurídicas, dentre outras, de modo a identificar passivos e contingências existentes ou iminentes, que caso não identificadas e tomada as providências pertinentes, geram eventuais impactos nas operações de *M&A* traduzidos em prejuízos relevantes.

Dada a essa circunstância, ela possibilita às partes envolvidas em uma operação de *M&A* terem maior previsibilidade no que tange aos riscos e responsabilidades dela advindos, em virtude de seu foco poder ser direcionado para as diversas áreas que mantem conexão com a exploração da atividade econômica, como contábil, organizacional, financeira e jurídica, a exemplo. Portanto, seu escopo é abrangente, perpassando sua análise nas diversas áreas que possam impactar de alguma forma o desfecho de uma operação de *M&A*.

O conhecimento das implicações jurídicas de determinada empresa confere segurança quanto a realização ou não da operação, podendo deduzir no seu preço passivos oriundos de débitos fiscais, contratos não cumpridos, processos administrativos e judiciais pendentes, conflito entre sócios, dentre outras hipóteses que prejudiquem a atratividade do negócio. Mais do que isso, a depender das informações obtidas através de seu procedimento, os advogados poderão estruturar o contrato definitivo de acordo com a realidade manifestada, de modo a preservar o interesse das partes em determinada operação.

Adiante, vemos o procedimento essencial de uma *due diligence* no contexto das *M&A* 's, se origina pela sua contratação e manifestação de vontade das partes de procederem com a concretização de determinado negócio, a convenção de um acordo de confidencialidade visando resguardar seus interesses relativos ao sigilo das informações a serem disponibilizadas, o envio de um *check-list* pela parte interessada à parte reveladora sobre as informações que serão objeto de análise com a consequente disponibilização do *data room*, local onde ocorrerá todo o

processo de auditoria, culminando com a apresentação de uma relatório às partes interessadas, que conterà a indicação dos passivos, contingências e demais informações relevantes que possam influir na atratividade econômica do negócio, documento esse essencial para estipular novas cláusulas ou medidas durante a negociação do contrato definitivo.

Posteriormente, por opção, abordamos no capítulo 5 conjuntamente com a *due diligence* e seu papel na mitigação de riscos, breves exemplos da sucessão das obrigações em operações societárias, utilizando como base os artigos 227, 228 e 229 da LSA, artigo 132 do CTN e artigos 10 e 448 da CLT, que tratam sobre o tema. Nesse contexto, o imperativo legal aponta que as obrigações oriundas de determinada atividade econômica, que foi objeto de uma operação de *M&A*, passa a sociedade adquirente ou a resultante das transações, ou seja, passará a arcar com as obrigações que antes eram de responsabilidade da sociedade sucedida.

Consiste, portanto, a sucessão dos direitos e obrigações uma regra legal presente no contexto abordado, que faz nascer a preocupação dos contratantes de identificarem previamente quais são os riscos envolvidos as obrigações que iram suceder pós operação, ou seja, a sucessão das obrigações pode consubstanciar em riscos consideráveis que infirmem o valor auferido inicialmente para o negócio, podendo traduzir-se em prejuízos após a conclusão de determinada operação de *M&A*.

Nesse sentido, no contexto jurídico, a análise de contratos, litígios pendentes, propriedade intelectual, conformidade regulatória, questões trabalhistas, fiscais, dentre outros relevantes, é de suma importância para antever os riscos correspondentes e exigir providências, ajuste no preço da transação, exigir declarações e garantias da contraparte, entre outras medidas relevantes que possibilitem o fechamento de um negócio atrativo do ponto de vista econômico e jurídico.

Feitas essas considerações, uma boa auditoria realizada no contexto das operações de *M&A* pode ser um fator essencial para conhecer melhor os caminhos a serem traçados até o fechamento das negociações, com a tomada de providências necessárias para mitigar os riscos que são comuns a esse tipo de negócio, antevistos pela *due diligence*, dando às partes maior conforto em relação à sua conclusão.

Desta forma, as informações identificadas pela *due diligence* podem ser essenciais para estipulação de medidas e cláusulas no contrato definitivo da operação encetada pelas partes, como a exigência de declarações e garantias (*representations and warranties*) a fim de resguardar-se da assimetria de informações que podem gerar reflexos negativos no futuro, podendo a parte prejudicada acionar a cláusula de indenização, e a conta vinculada (*escrow account*), visando depositar os valores contingentes em uma conta comum de responsabilidade de um terceiro, geralmente instituição financeira de confiança, que será responsável por administrá-la, procedendo a liberação dos valores na forma estipulada pelas partes ou caso as contingências não se manifestem futuramente.

Portanto, diante de todo o panorama, conclui-se que a *due diligence* é um mecanismo de análise e investigação de informações variadas a respeito do objeto contratado em uma operação de *M&A*, de forma a aprimorar as decisões tomadas pelas partes, especialmente a mitigação de riscos potenciais oriundos da sucessão das obrigações do objeto contratado, conforme a possibilidade de antever eventuais passivos ou contingências que podem se manifestar após a conclusão do negócio, permitindo que as partes tomem as medidas necessárias para manterem sua viabilidade e atratividade, como estipulação de cláusulas relevantes aos seus interesses no contrato definitivo de determinada operação de *M&A*.

REFERÊNCIAS

ARAÚJO, Danilo B. dos S. Gomes. **Limitação do risco empresarial**. In: LIMA, Maria Lúcia L.M. Pádua (coord.). **Agenda contemporânea: direito e economia: 30 anos de Brasil, tomo 3**. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 225.

AULA 4 - Estrutura das operações de M&A - I Curso de introdução às fusões e aquisições. Vídeo. 2h05min45s. Publicando pelo canal CM&A - Center for M&A Studies (USP | PUC-Rio). 14 de jul. 2020. Disponível em: <https://www.youtube.com/watch?v=jzT8xGdx19s>. Acesso em: 21 de out. 2023.

AZEVEDO, Luís André N. de Moura. **Incorporação de sociedades, de ações e de fusão**. In: PRADO, Roberta Nioac; PEIXOTO, Daniel Monteiro (coords.). **Reorganizações Empresariais: Aspectos Societário e Tributários**. São Paulo: Saraiva, 2011. p. 287-290.

BARRETTO, Marco Antonio Scalabrini. **Aspectos Práticos das Cartas de Intenções nas Operações de Fusões e Aquisições**. 2014. 116 f. Monografia (Pós-graduação Lato Sensu em Direito dos Contratos e Societário – LLM) - Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, São Paulo, 2014. p. 51-64.

BASSO, Maristela. **Contratos Internacionais do Comércio: negociação, conclusão, prática**. 3a edição, Porto Alegre: Ed. Livraria do Advogado, 2002, p. 183.

BORBA, José Edwaldo T. **Direito Societário**. São Paulo: Grupo GEN, 2022. E-book. ISBN 9786559772810. <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9786559772810/>. Acesso em: 02 nov. 2023.

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

BRASIL. **Decreto-Lei nº 2.627, de 26 de Setembro de 1940**. Dispõe sobre as sociedades por ações. Revogado parcialmente pela Lei nº 6.404, de 1976 Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/del2627.htm. Acesso em: 12 de Out. de 2023.

BRASIL. **Decreto-Lei nº 5.452, de 1º de Maio de 1943**. Consolidação das Leis do Trabalho. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/del5452.htm. Acesso em: 20 de jun. de 2023

BRASIL. **Lei nº 5.172, de 25, de Outubro de 1966**. Dispõe sobre o Sistema Tributário Nacional e institui normas gerais de direito tributário aplicáveis a União, Estados e Municípios. Disponível em:

https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l5172compilado.htm. Acesso em: 20 de Jun. de 2023.

BRASIL. **Lei nº 6.404, de 15, de Dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm. Acesso em: 21 de jan. de 2023.

BRASIL. **Lei nº 10. 406, de 10 de Janeiro de 2002**. Código Civil. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/l10406compilada.htm. Acesso em: 12 de jun. de 2023.

BRASIL. **Lei nº 12.846, de 1º de Agosto de 2013**. Dispõe sobre a responsabilização administrativa e civil de pessoas jurídicas pela prática de atos contra a administração pública, nacional ou estrangeira, e dá outras providências. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2011-2014/2013/Lei/L12846.htm. Acesso em: 20 de mai. de 2023.

BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. **Incorporação, fusão e cisão**. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (coord.). *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, v. 2, 2009.

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

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei das Sociedades Anônimas**. 3. Ed. São Paulo: Saraiva, 2002, v. 4. t. I, p. 238-303.

CARRAMASCHI, Bruno Macorin. **Implicações Tributárias em Operações de M&A**. In: ROCHA, Dinir Salvador Rios; QUATTRINI, Larissa Teixeira (coords.). **Fusões, Aquisições, Reorganizações Societárias e Due Diligence**. São Paulo: Saraiva, 212. 187-223.

CHAMPAUD, Claude. **Le pouvoir de concentration de la société par actions**. Paris: Sirey, 1962, p. 163

COELHO, Alessandra G. Vieira. **Cisão de empresas como estratégia de reorganizações societárias**. In: PRADO, Roberta Nioac; PEIXOTO, Daniel Monteiro (coords.). **Reorganizações Empresariais: Aspectos Societário e Tributários**. São Paulo: Saraiva, 2011. – (Série GVlaw).

COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de direito comercial, volume 2: direito de empresa**. 22. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019.

DEPAMPHILIS, Donald M. **Mergers, acquisitions, and other restructuring activities: and a integrated approach to process, tools, cases, and solutions.** 9. Ed. Amsterdam: Elsevier, 2018.

DINIZ, Maria H. **Curso de direito civil brasileiro: direito de empresa.** v.8. São Paulo: Editora Saraiva, 2023. E-book. ISBN 9786553627741. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9786553627741/>. Acesso em: 27 out. 2023.

DUE DILIGENCE. Dicionário online Oxford Learner's Dictionaries. Disponível em: <https://www.oxfordlearnersdictionaries.com/us/definition/english/duediligence?q=due+diligence>. Acesso em: 28 out. 2023.

EIZIRIK, Nelson; HENRIQUES, Marcus de Freitas; VEIRA, Juliana B. Hargreaves. **Dever de informar e ônus de se informar das partes em operações de M&A.** In: **Revista do Advogado: Fusões e aquisições.** CESCOP, Maria Cristina (coord.). São Paulo: AASP. nº 158. jul. 2023. p. 121-129

FERRO, Marcelo Roberto; SOUZA, Antonio Pedro Garcia de. **O desenho contratual nas fusões e aquisições e as disputas após o fechamento: limitações à luz do direito brasileiro.** In: AMADEK, Marcelo Vieira Von; PEREIRA, Rafael Setoguti Julio (coord.). **Fusões e aquisições (M&A).** São Paulo, Quartier Latin, 2022. p. 593.

GREZZANA, Giacomo. **A cláusula de declarações e garantias em alienações de participações societárias.** São Paulo: Quartier Latin, 2019.

HULAND, Adriano Silva. **Troca de informações sensíveis em operações societárias.** 2020. Dissertação (Mestre em Direito) – Escola de Direito de São Paulo Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2020, p. 26. Disponível em: [Dissertação - Troca de informações sensíveis em operações societárias.pdf \(fgv.br\)](#). Acesso em: 02 nov. 2023

KAYO, Graziella Mosareli. **A conta vinculada (escrow account) em operações de fusão e aquisição: resolução de impasses sobre liberação dos recursos depositados.** Dissertação – mestre em Direito dos Negócios. Fundação Getúlio Vargas - 2019. p. 36-38. Disponível: <https://hdl.handle.net/10438/28592>. Acesso em: 02 nov. 2023

LATORRACA, Nilton. **Direito tributário, imposto de renda das empresas.** 14. ed. São Paulo: Atlas, 2000.

MAMEDE, Gladston. **Direito societário (Direito Empresarial Brasileiro).** São Paulo: Grupo GEN, 2022. E-book. ISBN 9786559772582. <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9786559772582/>. Acesso em: 02 nov. 2023.

MIZOGUTI, Samanta M. **Fusões e aquisições: efeitos jurídicos das negociações**. (Coleção IDiP). São Paulo: Grupo Almedina (Portugal), 2022. p. 37-48. E-book. ISBN 9786556275864. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9786556275864/>. Acesso em: 02 nov. 2023

MUNIZ, Ian; BRANCO, Adriano Castello. **Fusões e aquisições: aspectos fiscais e societários**. São Paulo: Quartier Latin, 2007.

NEJM, Edmundo; BRUNA, Sérgio Varella. **Due diligence – identificando contingências para prever riscos**. In: SADDI, Jairo (coord.). **Fusões e aquisições: aspectos jurídicos e econômicos**. São Paulo: IOB, 2002. p. 203-219

NETO, Arthur Ridolfo; ROCHA, Dinir Salvador Rios. **Due diligence e valuation, implicações financeiras e jurídicas**. In: LIMA, Maria Lúcia L.M. Pádua (coord.). **Agenda contemporânea: direito e economia: 30 anos de Brasil**. t. 3. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 245-268.

FORGIONI, Paula A. **Considerações sobre a cláusula de declarações e garantias no direito brasileiro**. In: **Revista do Advogado: Fusões e aquisições**. CESCON, Maria Cristina (coord.). São Paulo: AASP. nº 158. jul. 2023. p. 130-135.

FORGIONI, Paula A. **Contratos empresariais: teoria geral e aplicação**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2015.

GAUGHAN, Patrick A. **Mergers, acquisitions, and corporate restructurings**. 4. ed. New Jersey: John Wiley&Sons, 2007.

PEREIRA, Lucas Muckler. **Análise Das fusões e aquisições no Brasil de 2010 a 2021: com ênfase para o período da pandemia o covid-19**. Monografia – Faculdade de Ciências Contábeis, Universidade de Caxias do Sul. Rio Grande do Sul. 2022. p. 29. Disponível em: <https://repositorio.ucs.br/11338/11071>. Acesso em: 02 de nov. 2023

QUATTRINI, Larissa Teixeira. **Auditoria societária**. In: ROCHA, Dinir Salvador Rios; QUATTRINI, Larissa Teixeira (coords.). **Fusões, aquisições, reorganizações societárias e due diligence**. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 141-157.

RAMOS, Ana Rita Picolli Gomes de O. **Due diligence trabalhista**. In: ROCHA, Dinir Salvador Rios; QUATTRINI, Larissa Teixeira (coords.). **Fusões, aquisições, reorganizações societárias e due diligence**. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 117-136.

RIBEIRO, Anderson Martorano Augusto. **Uma panorama sobre as necessidades e cautelas na estruturação e análise de operações envolvendo compra e venda**

de empresas – due diligence. In: PRADO, Roberta Nioac; PEIXOTO, Daniel Monteiro (coords.). **Reorganizações empresariais: aspectos societário e Tributários.** São Paulo: Saraiva, 2011. p. 179-199.

RIZZARDO, Arnaldo. **Direito de empresa.** ed. 3. Rio de Janeiro: Forense, 2009. p. 633.

ROCHA, Dinir Salvador Rios. **Visão geral de due diligence: breves aspectos teóricos e práticos.** In: ROCHA, Dinir Salvador Rios; QUATTRINI, Larissa Teixeira (coords.). **Fusões, aquisições, reorganizações societárias e due diligence.** São Paulo: Saraiva, 2012. p. 39-65.

ROCHA, Dinir Salvador Rios; NUNES, Marcela Galiciano. **Term sheet e contrato de compra e venda de ações ou quotas.** In: ROCHA, Dinir Salvador Rios; QUATTRINI, Larissa Teixeira (coords.). **Fusões, aquisições, reorganizações societárias e due diligence.** São Paulo: Saraiva, 2012. p. 71-111.

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, dez. 2020. p. 260- 289. Disponível em: <https://seer.ufrgs.br/index.php/poled/management/settings/website/index.php/resseververumgaudium/article/view/110368>. Acesso em: 02 de nov. 2023.

SHERMAN, Andrew J.; HART, Milledge A. **Mergers and acquisitions, from A to Z.** 2. ed. New York: Amacon. 2006.

TOLEDO, José Eduardo Tellin. **Due Diligence Tributária.** In: ROCHA, Dinir Salvador Rios; QUATTRINI, Larissa Teixeira (coords.). **Fusões, Aquisições, Reorganizações Societárias e Due Diligence.** São Paulo: Saraiva, 2012. p. 327-358.

VIEIRA, Leonardo Seixas Alves. **Etapas do processo de fusões e aquisições - mergers and acquisition.** In: MENDONÇA, Saulo Bichara; ARRUDA, Pablo Gonçalves, RAMOS, André S. Cruz (coords.). **Temas essenciais à advocacia empresarial.** Rio de Janeiro: Hipótese, 2022. p. 87-104.

ZACAN, Leandro Luis. **Aspetos Tributários em Operações de Mergers and Acquisitions.** In: SADDI, Jairo (coord.). **Fusões e Aquisições: Aspectos Jurídicos e Econômicos.** São Paulo: IOB, 2002. p. 437-470.

ZHANG, Simon. **O papel da due diligence tributária e trabalhista na identificação de risco nas operações de Mergers and Acquisitions.** 2022. Monografia – Faculdade de Ciências Contábeis, da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo. São Paulo, 2022. p. 12-22. Disponível em: <https://repositorio.pucsp.br/jspui/handle/handle/31974>. Acesso em: 02 de nov. 2023.