



UNIVERSIDADE  
CATÓLICA  
PORTUGUESA

**O Seguro de *Representations & Warranties*  
na aquisição de empresas**

Mariana Estevão Cadaveira

Mestrado de Direito Empresarial

Faculdade de Direito | Escola de Lisboa

2024





UNIVERSIDADE  
CATÓLICA  
PORTUGUESA

**O Seguro de *Representations & Warranties*  
na aquisição de empresas**

Mariana Estevão Cadaveira

Orientador: Professor Doutor Pedro Leitão Pais de Vasconcelos

Mestrado de Direito Empresarial

Faculdade de Direito | Escola de Lisboa

2024

## **Agradecimentos**

Aos meus pais, por me fazerem sempre acreditar em mim e nas minhas capacidades, e por me darem a oportunidade de prosseguir os meus estudos.

À minha avó, que espero continuar a orgulhar por muito tempo.

Ao Duarte, por me fazer confiar sempre em mim e por nunca deixar que me faltasse a motivação.

À Filipa, por ser o meu apoio diário neste longo percurso e por nunca me deixar sentir sozinha.

Ao Senhor Professor Pedro Leitão Pais de Vasconcelos, por ter aceitado a orientação desta dissertação e pelos conselhos transmitidos durante a sua elaboração.

## **RESUMO**

A compra e venda de empresas apresenta-se como um processo complexo que envolve uma quantidade significativa de riscos quer para os vendedores, quer para os compradores. Um dos principais desafios destas transações centra-se na problemática da assimetria informativa e na consequente alocação dos riscos inerentes à transação entre as partes no contrato de aquisição.

Para resolver esta questão, os vendedores e compradores têm optado pela utilização de mecanismos tradicionais de alocação do risco, tais como escrow accounts e cláusulas de indemnização. No entanto, estes instrumentos apresentam algumas limitações e a sua negociação pode tornar-se morosa e dispendiosa para as partes envolvidas. Nos últimos anos, o seguro de Representations & Warranties surgiu como uma ferramenta complementar, ou até alternativa de gestão do risco, tendo vindo a ser amplamente utilizado nas transações no mercado de M&A.

Nesta dissertação, propomo-nos a explorar o papel do seguro de Representations & Warranties na gestão do risco transacional aquisição de empresas, com particular enfoque para as características deste seguro e a sua articulação com o contrato de aquisição, analisando ainda as vantagens da sua contratação, quer para o vendedor, quer para o comprador, em detrimento (ou complemento) dos mecanismos contratuais tradicionais.

### **Palavras-chave:**

Representations; Warranties; declarações; garantias; Seguro de R&W; Seguro de W&I; Responsabilidade; aquisição de empresas.

## **ABSTRACT**

The acquisition of companies is a complex process that involves a significant amount of risk for both sellers and buyers. One of the main challenges of these transactions is centred on the problem of information asymmetry and the consequent allocation of the risks inherent in the transaction between the parties in the purchase agreement.

To address this matter, sellers and buyers have resorted to using traditional risk allocation mechanisms, such as escrow accounts and indemnity clauses. However, these instruments have certain limitations and their negotiation can become time-consuming and costly for the parties involved. In the last few years, Representations & Warranties insurance has emerged as a complementary or perhaps even an alternative risk management tool and has been widely used in transactions in the M&A market.

In this dissertation, we propose to explore the role of Representations & Warranties insurance in managing the transactional risk of company acquisitions, with a particular focus on the characteristics of this insurance and its articulation with the acquisition contract, while also analysing the potential benefits of purchasing this insurance, both for the seller and the buyer, to the detriment of (or in addition to) traditional contractual mechanisms.

### **Keywords:**

Representations; Warranties; declarações; garantias; R&W Insurance; W&I Insurance; Liability; acquisition of companies.

<b>ABREVIATURAS .....</b>	<b>9</b>
<b>I. Introdução.....</b>	<b>10</b>
<b>II. As transações no mercado de M&amp;A .....</b>	<b>12</b>
1. A assimetria informativa na aquisição de empresas .....	12
2. As declarações e garantias.....	14
<b>III. Os meios contratuais tradicionais.....</b>	<b>16</b>
1. <i>Indemnification Provisions</i> .....	17
2. <i>Escrow Account</i> .....	18
3. O Seguro de <i>Representations &amp; Warranties</i> como alternativa aos meios contratuais tradicionais.....	18
<b>IV. O Seguro de Representations &amp; Warranties.....</b>	<b>19</b>
1. A evolução do seguro de Representations & Warranties.....	19
2. O contrato de seguro.....	20
2.1. A avaliação inicial do risco.....	21
2.2. O contrato de aquisição .....	24
2.3. As modalidades <i>sell-side</i> e <i>buy-side</i> .....	24
2.3.1. Seguro por conta própria .....	25
2.3.2. Seguro por conta de outrem.....	27
2.3.3. Declarações e Garantias prestadas com dolo.....	28
2.4. O Prémio.....	29
2.5. A extensão da cobertura.....	30
2.5.1. A cobertura sintética .....	32
2.5.2. Âmbito temporal da cobertura.....	33
2.5.3. A Franquia e o capital seguro .....	34
3. A articulação com o contrato de aquisição .....	34
<b>V. As vantagens da celebração do seguro de Representations &amp; Warranties.....</b>	<b>35</b>
1. As vantagens para o comprador.....	37

2. As vantagens para o vendedor .....	38
<b>VI. A oferta do seguro de <i>Representations &amp; Warranties</i> pelos seguradores – a problemática da <i>adverse selection</i> e do <i>moral hazard</i> .....</b>	<b>40</b>
1. <i>Adverse selection</i> .....	41
2. <i>Moral Hazard</i> .....	42
<b>VII. Conclusão .....</b>	<b>45</b>
<b>BIBLIOGRAFIA .....</b>	<b>46</b>

## ABREVIATURAS

AAVV	Autores vários
Ed.	Edição
N.º	Número
op. cit.	<i>Opere Citato</i> (“na obra citada”)
p.	Página
pp.	Páginas
RJCS	Regime Jurídico do Contrato de Seguro, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 72/2008, de 16 de abril
R&W	<i>representations and warranties</i>
ss.	Seguintes
Vd.	vide
vol.	Volume

## I. Introdução

O processo de aquisição de empresas é um procedimento complexo, marcado pelas extensas negociações entre as partes relativas a diversos pontos do contrato de aquisição. Entre eles podemos identificar a cláusula de declarações e garantias do vendedor como um dos elementos mais importantes do contrato de aquisição, o que se reflete tanto na sua extensão, como no tempo despendido na sua negociação.

É através das cláusulas de declarações e garantias e, conseqüentemente através das cláusulas de indemnização que lhe estão associadas, que as partes procuram alocar os riscos inerentes à transação – no caso concreto, o risco das declarações e garantias prestadas pelo vendedor se revelarem, após a finalização do negócio, falsas, inexatas ou incompletas, o que provocará, inevitavelmente, danos na esfera jurídica do comprador. De modo a mitigar o risco transaccional, as partes, têm vindo a optar pela adoção de um conjunto de mecanismos de proteção regulados no próprio contrato de aquisição, como as *escrow accounts*, *caps*, *baskets*, entre outros.

Contudo, perante um cenário em que se torna essencial atender à proteção que o comprador necessita para prosseguir com a transação e à proteção que o vendedor está efetivamente disposto a oferecer, os mecanismos contratuais tradicionais podem revelar-se insuficientes, inviabilizando a sua utilização.

O seguro de R&W, não sendo uma realidade nova do mundo jurídico, corresponde a uma prática recente em expansão, cada vez mais utilizada nas transações de M&A, e que apresenta diversas vantagens quer para o vendedor, quer para o comprador, podendo revelar-se como uma ferramenta complementar, ou até alternativa aos mecanismos tradicionais de distribuição do risco inseridos nos contratos de aquisição.

A contratação do seguro de R&W apresenta-se como um seguro “feito à medida” das necessidades específicas de cada transação, utilizado tanto em *share deals*, como em *asset deals*, que oferece uma segurança extra às partes envolvidas na transação, permitindo que, o comprador ou o vendedor, consoante a configuração da apólice, transfiram para um terceiro ao contrato de aquisição – o segurador –, o risco de as declarações e garantias prestadas pelo vendedor não corresponderem à realidade.

Procuramos, com a presente dissertação, explorar o papel do seguro de R&W na gestão do risco transaccional, começando por abordar, primeiramente, a título de

enquadramento, de que forma é que este risco transaccional pode ser alocado através dos mecanismos tradicionais contratuais.

Propomo-nos, em seguida, a analisar a estrutura do contrato de seguro de R&W, abordando as diversas configurações que este pode ter, consoante se pretenda um seguro por conta própria ou um seguro por conta de outrem, a sua conexão com o contrato de aquisição, bem como a extensão da cobertura do seguro.

Por último, terminaremos o nosso estudo com a análise das vantagens que a contratação do seguro de R&W poderá ter para os vendedores e compradores, e com uma breve abordagem à problemática da *adverse selection* e do *moral hazard* neste contexto.

## II. As transações no mercado de M&A

### 1. A assimetria informativa na aquisição de empresas

De modo a acompanhar a transformação contínua nas estruturas jurídicas empresariais, as formas de negociação e de transmissão das empresas sofreram igualmente desenvolvimentos, tendo vindo a complexificar-se. Atualmente, este é um processo de elevada complexidade, precedido de acordos preliminares, partilha de informação sobre a empresa objeto de negócio, processos de *due diligence* e de uma intensa negociação entre as partes<sup>1</sup>.

Os processos de aquisição de empresas são ainda frequentemente marcados pela assimetria informativa que existe entre as partes, sendo este um dos principais desafios presentes na negociação<sup>2</sup>. De um lado, os compradores exigem um leque de informações detalhadas quanto à empresa, desde a sua situação financeira e contabilística, às suas operações, à relação que detêm com os clientes e trabalhadores, entre diversos outros fatores, que permitam uma correta avaliação do negócio em vista. Contudo, esta informação relevante para a avaliação do comprador, encontra-se, com frequência, difundida por diversos setores e agentes da empresa, podendo ser necessário recorrer-se a contabilistas, advogados e outros consultores que apresentem a informação específica pretendida de forma detalhada, o que torna a sua obtenção dispendiosa<sup>3</sup>.

Assim, dada a assimetria informativa que se verifica frequentemente entre as partes, os contratos de aquisição de empresas são vistos como um instrumento de distribuição do risco – nomeadamente, dos riscos “(i) de incorreta avaliação da empresa, pelas dificuldades objetivas do comprador, (ii) de alteração do valor da empresa, por força de alguma alteração entre o momento em que o comprador se obriga a comprar - celebração do contrato (*signing*) - e o momento em que o mesmo produz os seus efeitos translativos e se conclui a aquisição, após a verificação das condições previstas no

---

<sup>1</sup> Sobre os desenvolvimentos do processo de aquisição de empresas, vd. JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, «A empresa como objecto de negócios - "Asset Deals" versus "Share Deals"», *Revista da Ordem dos Advogados*, vol. 2/3, n.º 68, 2008, pp. 715 – 793.

<sup>2</sup> Vd. ZAHIDE ALTUNBAŞ SANCAK, «Warranty & Indemnity Insurance in Mergers and Acquisitions Transaction», in *Contextualising Insurance Contracts: Interactions with Various Fields of Law' Extended Abstracts Book*, 2023, p. 64, apesar da assimetria informativa ser a regra, é possível identificar situações em que esta não se verifica, tal como é o caso das operações de “*management buy-outs*”, nas quais o comprador, na qualidade de gestor/administrador da empresa-alvo, já detém, devido à sua posição, as informações relevantes necessárias para a avaliação da aquisição da empresa.

<sup>3</sup> Vd. SEAN J. GRIFITH, «Deal Insurance: Representation and Warranty Insurance in Mergers and Acquisitions», *Minnesota Law Review 1839, Fordham Law Legal Studies Research Paper*, 2020, pp. 1848 – 1849.

*contrato – conclusão da operação (closing) (...) (iii) o risco inerente à conclusão da operação.*”<sup>4</sup>.

Por este motivo, é comum, que os contratos de aquisição sejam extensos e complexos<sup>5</sup>, de modo a regular com detalhe aspetos específicos deste tipo de operações, como é o caso das cláusulas de distribuição de risco, mais conhecidas no mundo de M&A por “RAPs” (*risk allocation provisions*), concebidas em função de diversos fatores específicos de cada transação<sup>6</sup>.

Entre as RAPs mais utilizadas é possível destacar as “declarações e garantias relativas à situação da empresa – ou, num share deal, à situação da empresa-objeto, da sociedade e as participações sociais a transmitir -, à data da celebração do contrato (signing) e da sua conclusão (closing)”<sup>7</sup>, sobre as quais nos vamos debruçar no capítulo seguinte.

---

<sup>4</sup> JOSÉ FERREIRA GOMES, *M&A – Aquisição de Empresas e de Participações Sociais*, AAFDL, Lisboa, 2023, p. 225.

<sup>5</sup> Vd. JOSÉ FERREIRA GOMES, *op. cit.*, pp. 228 - 229, atribui estas características à forte influência anglo-saxónica e à inadequação e incerteza gerada pela aplicação das regras gerais do Código Civil a este tipo de negócios jurídicos, o que leva as partes a regular intensamente diversos aspetos do contrato numa tentativa de evitar litígios futuros, e ainda pelos imperativos da globalização, que levam a que os sujeitos intervenientes de diferentes nacionalidades estructurem as operações à luz de pré-entendimentos próprios dos respetivos sistemas jurídicos de origem.

<sup>6</sup> Vd. JOSÉ FERREIRA GOMES, *op. cit.*, p. 226, destaca como fatores relevantes a informação detida pelas partes durante as negociações, os seus incentivos durante e após a transação, assim como os custos da mesma e, em especial, os custos de *enforcement* do contrato.

<sup>7</sup> Vd. JOSÉ FERREIRA GOMES, *op. cit.*, p. 228, destaca ainda as RAPs relativas a “(ii) *Deveres de conduta (covenants) do vendedor, assegurando que este desenvolve a atividade empresarial de forma consistente com a prática passada, entre a celebração do contrato (signing) e a sua conclusão (closing)*; (iii) *Cláusulas do preço e de adaptação do preço, incluindo as cláusulas de earn-out, de completion accounts e de locked-box*; (iv) *Cláusulas de adaptação, entre as quais se destacam as cláusulas de material adverse change (MAC), de hardship e de força maior*; (v) *cláusulas sobre responsabilidade, erro e vícios*; (vi) *Cláusulas sobre a interpretação do contrato*; (vii) *Condições para o closing (suspensivas e/ou resolutivas).*”

## 2. As declarações e garantias

As denominadas *declarações e garantias*, também conhecidas como *representations and warranties*, ou abreviadamente como *reps and warranties*, são cláusulas contratuais de origem anglo-saxónica, que ganharam foros de grande importância na contratação internacional, tendo-se expandindo para os países de direito romano-germânico e vindo a ser progressivamente introduzidas na prática contratual portuguesa, quer pelo aumento das relações económicas internacionais, quer pela hegemonia, nesse domínio, das fórmulas contratuais dos países da *Common Law*<sup>8</sup>.

Apesar de, na prática contratual, as declarações e garantias serem tipicamente utilizadas de forma conjunta, no sentido de que as partes não só declaram, mas garantem um determinado facto, entendemos que estas duas figuras não são sinónimas<sup>9</sup>.

Acompanhando a posição defendida por MANUEL PEREIRA BARROCAS, uma garantia/*warranty*<sup>10</sup> pode ser definida como uma “*declaração negocial contratual que visa assegurar a existência ou veracidade de determinado facto, positivo ou negativo, que as partes considerem relevante na formação e decisão da sua vontade de contratar*”<sup>11</sup>, pelo que este pode ser um facto passado, existente no momento da contratação ou um facto futuro, desde que certo, podendo ainda ser um facto indiscutivelmente verídico ou não, envolvendo uma assunção de um certo risco para a parte que efetua a garantia.

---

<sup>8</sup> Vd. MANUEL PEREIRA BARROCAS, «Estrutura contratual anglo-saxónica versus direito civil: um caso típico da diferença», *Revista da Ordem dos Advogados*, ano 56, vol. III, 1996, pp. 1118 e ss., este tipo de cláusulas resulta de uma necessidade prática típica do Common Law, marcada pela ausência de regulamentação legal geral e abstrata de direito dos contratos (“statutory law”) e de um respeito quase absoluto pelo primado da liberdade negocial, o que leva à redação de contratos complexos e extensos, sendo imprescindível inserir, sob a forma de cláusula contratual, as disposições convencionais elementares sobre aspetos de conteúdo e de segurança contratual – o que se revela contrário aos países de Direito Civil, em que apesar de vigorar o princípio da liberdade contratual, existem importantes limitações de interesse e ordem pública, assim como um grande número de disposições supletivas,

<sup>9</sup> A doutrina e jurisprudência romano-germânica dividem-se quanto à interpretação destas cláusulas. Na doutrina portuguesa, para determinados autores as “*representations*” e “*warranties*” têm sentidos normativos diferentes, vd. JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, *op. cit.*, pp. 783 e ss., e JOANA PEREIRA DIAS – «Contributo para o estudo dos actuais paradigmas das cláusulas de garantia e/ou segurança *pari passu*, a *negative pledge* e a *cross default*» in *Estudos em homenagem ao Professor Doutor Inocêncio Galvão Telles*, vol. IV – *Novos estudos de Direito Privado*, 2003. Para outra parte da doutrina, ambas as figuras teriam o sentido de garantia contratual, vd. FÁBIO CASTRO RUSSO, «Das cláusulas de garantia nos contratos de compra e venda de participações sociais» *Direito das Sociedades em Revista*, ano 2, vol. 4, 2010, pp. 132 – 135, e CATARINA MONTEIRO PIRES – *Aquisição de Empresas e de Participações Acionistas – Problemas e Litígios*, 2018, pp. 63 e ss.

<sup>10</sup> Definida como “*An assurance by one party to agreement of existence of fact upon which other party may rely*” por HENRY CAMPBELL BLACK, “*Black’s Law Dictionary with Pronunciations*”, 6ª ed., 1990, p. 1586.

<sup>11</sup> MANUEL PEREIRA BARROCAS, *op. cit.*, p. 1125.

Já uma declaração/*representation*<sup>12</sup> corresponde a “*uma declaração negocial escrita ou oral feita num contrato e dirigida à outra parte, que visa influenciá-la a contratar e que constitui para esta última um facto material que efetivamente ela reconhece como sendo uma razão por que contrata nos termos definidos no contrato*”<sup>13</sup>.

Apesar da distinção entre estas duas figuras ser ténue, é possível concluir que uma *representation* é dirigida à contraparte com o intuito de a induzir a celebrar o contrato, já uma *warranty* é dirigida à contraparte com o propósito de assegurar a realidade de certa qualidade ou estado da coisa a negociar, pelo que, a importância desta distinção se prende, essencialmente, com os efeitos jurídicos da não verificação ou desconformidade destas duas figuras com a realidade.

Atualmente, as cláusulas de declarações e garantias, assim como as cláusulas de indemnização a estas associadas, são consideradas como um dos elementos mais importantes dos contratos de aquisição de empresas, o que se reflete tanto na sua extensão, como no tempo despendido na sua negociação<sup>14</sup>, variando de acordo com a estrutura e complexidade de cada transação em particular.

Durante a fase de negociação, dada a contraposição que opõe os interesses do comprador aos do vendedor, cada parte procurará proteger a sua posição contratual da forma mais abrangente possível, moldando as cláusulas de declarações e garantias do modo que lhe seja mais vantajoso. O comprador, que à partida terá menos informações sobre a empresa, estará naturalmente interessado num sistema de declarações e garantias quase absoluto, que lhe ofereça a maior proteção possível. O vendedor, em sentido oposto, tenderá a optar pela inserção de cláusulas específicas exaustivamente concretizadas, procurando desonerar-se de um leque considerável de riscos que de outra forma ficariam a seu encargo, minimizando a sua responsabilidade<sup>15</sup>.

---

<sup>12</sup> Definida como “*Any conduct capable of being turned into a statement of fact*” por HENRY CAMPBELL BLACK, *op. cit.*, p. 1301.

<sup>13</sup> MANUEL PEREIRA BARROCAS, *op. cit.*, p. 1130.

<sup>14</sup> Como refere JAMES C. FREUND, *Anatomy of a Merger: Strategies and Techniques for Negotiating Corporate Acquisitions*, 1.ª Ed., 1975, p. 229, “*There are no known statistics on the subject, but I’m willing to bet my briefcase that lawyers spend more time negotiating “Representations and Warranties of the Seller” than any other single article in the typical acquisition agreement*”.

<sup>15</sup> É comum as partes acordarem na inserção de alguns limites nas cláusulas de declarações e garantias, como cláusulas limitadoras do conhecimento do declarante sobre o ativo subjacente (*knowledge qualifiers*), cláusulas limitadoras de relevância (*materiality qualifiers*), e cláusulas limitadoras do conhecimento da incorreção pelo comprador (*cláusulas de sandbagging e anti-sandbagging*).

Torna-se, deste modo, perceptível que, enquanto as declarações e garantias prestadas pelo comprador se destinam essencialmente a evidenciar a sua capacidade de executar a transação, as declarações e garantias prestadas pelo vendedor têm como principal objetivo fornecer uma descrição exata e completa dos aspetos essenciais do alvo do negócio<sup>16</sup>.

Nesta extensa negociação entre as partes, que procuram afincadamente conjugar os seus interesses contrastantes em jogo, o que para uma das partes se afigura como o mínimo aceitável de segurança, pode representar para a outra parte um ónus financeiro excessivo que inviabiliza o negócio. E mesmo nos casos em que as partes conseguem ultrapassar este impasse, os dilemas relativos às cláusulas de declarações e garantias podem voltar a surgir após o *closing*, na eventualidade dos riscos assumidos pelas partes se materializarem<sup>17</sup>.

### **III. Os meios contratuais tradicionais**

Na generalidade das transações, de modo a mitigar o risco transacional, as partes optam pela adoção de um conjunto de mecanismos de proteção regulados no próprio contrato de aquisição, que poderão/deverão ser acionados caso as declarações e garantias prestadas se venham a revelar falsas, inexatas ou incompletas.

Na eventualidade do negócio ainda não se ter finalizado a solução a adotar parece ser simples, podendo passar pela resolução do contrato de aquisição, ou pela renegociação dos termos da transação, nomeadamente pela redução do preço final. No entanto, se a incorreção de alguma declaração e garantia se verificar após o *closing*, estas soluções já não serão tão convenientes para as partes, pelo que é comum acordar a estipulação de alguns mecanismos tradicionais, como as cláusulas de indemnização, contas *escrow*, ou a retenção do preço.

---

<sup>16</sup> Vd. ANGELO BORSELLI, «Insurance in M&A Transactions», *The Governance of Insurance Undertakings. AIDA Europe Research Series on Insurance Law and Regulation*, vol. 6, 2022, p. 201.

<sup>17</sup> MARCELO VIEIRA VON ADAME / ANDRÉ NUNES CONTI / GIULIA FERRIGNO, «O Seguro W&I (Warranties and Indemnities), Operações de M&A no Brasil», *Fusões e Aquisições (M&A)*, 1.ª Ed., 2022, p. 548.

## 1. *Indemnification Provisions*

As cláusulas de indemnização, habitualmente conhecidas como “*indemnification provisions*”, permitem que uma das partes, a *indemnifying party*, assumam a responsabilidade por quaisquer custos resultantes da desconformidade das declarações e garantias prestadas com a realidade, operando, como um recurso do comprador para recuperar eventuais perdas ou danos sofridos na transação.

As partes podem, deste modo, e no domínio da sua autonomia privada, negociar os termos específicos das cláusulas de indemnização, os limites dos danos indemnizáveis, os eventos específicos que serão (ou não) cobertos, assim como as condições de pagamento e os limites temporais aplicáveis. Por norma, o comprador tenderá a negociar uma cobertura quase ilimitada, acautelando eventuais perdas e danos que possa vir a sofrer, enquanto o vendedor procurará, naturalmente, negociar limites máximos de danos indemnizáveis, bem como períodos de indemnização curtos.

Consequentemente, revela-se comum as partes acordarem na inclusão de *caps* ou *baskets* no contrato de aquisição. Os *caps* correspondem a limites máximos de indemnização que a parte faltosa fica obrigada a pagar na eventualidade de se verificarem desconformidades nas declarações e garantias prestadas, que podem variar em menos de 1% ou até 100% do valor da transação, em função do valor total da mesma e da vontade das partes. Já o *basket* pode vir a assumir duas modalidades tradicionais, denominadas no mercado de M&A por *tiping basket* e *true deductible*, que corresponde a um montante limite de danos e perdas que o comprador *deve* sofrer antes de ter direito a receber qualquer indemnização por parte do vendedor. A diferença entre estas duas modalidades é a seguinte: no primeiro caso, a indemnização devida pelo vendedor corresponde ao valor total de danos e de perdas em que o comprador incorre, uma vez ultrapassado o valor definido pelo *basket*; já na segunda modalidade, o comprador apenas tem direito, a título de indemnização, ao valor de danos e perdas em que incorre, que ultrapassem o valor definido pelo *basket*<sup>18</sup>.

---

<sup>18</sup> Assim, a título exemplificativo: caso o contrato preveja um *basket* de €30.000,00 e o comprador apenas sofra um dano de €40.000,00, na primeira modalidade a indemnização devida será de €40.000,00, enquanto na segunda modalidade será apenas de €10.000,00. As partes podem ainda optar por estipular uma cláusula de formulação híbrida que combina as duas modalidades de *basket*, na qual o comprador pode recuperar parte dos danos e perdas equivalentes ao *basket* estipulado.

## 2. *Escrow Account*

As partes podem ainda acordar no diferimento de parte do preço da transação, pela constituição de uma *escrow account*, isto é, uma garantia, feita sob a forma de um depósito em dinheiro numa conta criada especificamente para o efeito, que fica sob a responsabilidade de um terceiro, até que as obrigações resultantes do contrato sejam cumpridas por ambas as partes na transação. Porém, este mecanismo de proteção parece apenas ser viável nos casos em que o vendedor não precisa de liquidez imediata, sendo comum que este diferimento seja acompanhado pela exigência do aumento do preço final da transação<sup>19</sup>.

## 3. O Seguro de *Representations & Warranties* como alternativa aos meios contratuais tradicionais

Como pode ser observado, os mecanismos contratuais tradicionais operam em grande medida como uma espécie de “seguros”. De acordo com o artigo 1.º do Regime Jurídico do Contrato de Seguro (doravante “RJCS”)<sup>20</sup>, “*por efeito do contrato de seguro, o segurador cobre um risco determinado do tomador do seguro ou de outrem, obrigando-se a realizar a prestação convencionada em caso de ocorrência do evento aleatório previsto no contrato, e o tomador do seguro obriga-se a pagar o prémio correspondente*”. Através dos mecanismos contratuais, o vendedor assume o risco das declarações e garantias por si prestadas não corresponderem à realidade, comprometendo-se a indemnizar o comprador, caso essa situação se verifique. À semelhança dos seguros, esta indemnização tem um limite máximo de cobertura (*cap*), bem como uma franquia ou um montante máximo de retenção (*basket*), o que permite que haja uma repartição do risco entre as partes. Assim, quanto mais elevado for o limite da indemnização e mais baixo o *basket*, maior será o risco do vendedor na transação. Em sentido oposto, quanto menor o limite de indemnização e mais elevado o *basket*, maior será o risco do comprador. Ainda à semelhança dos seguros, estes mecanismos apresentam um prazo de cobertura – o *survival period*<sup>21</sup>.

Contudo, a adoção destes mecanismos tradicionais pode apresentar algumas desvantagens para as partes, que podem inviabilizar a sua utilização, por serem

---

<sup>19</sup> ANGELO BORSELLI, *op. cit.*, p. 203.

<sup>20</sup> Decreto-Lei n.º 72/2008, de 16 de abril.

<sup>21</sup> Vd. SEAN J. GRIFITH, *op. cit.*, p. 1861.

dispendiosos e propensos a dar azo a eventuais litígios. Por outro lado, a abertura do mercado à adoção do seguro de R&W nos últimos anos, levou a que um número significativo de seguradores internacionais passasse a oferecer este produto, o que levou, consequentemente, a propostas com melhores condições de contratação, e à quebra da ideia de que seria mais difícil obter o ressarcimento dos danos junto do segurador, do que através de uma indemnização tradicional junto do vendedor<sup>22</sup>.

Embora o seguro de R&W não tenha sido concebido com o intuito de substituir os mecanismos tradicionais de proteção estipulados nos contratos de aquisição, é inegável que a sua adoção tem permitido que as partes avancem mais rapidamente com a transação – o que permite afirmar que o seguro de R&W pode funcionar como um complemento, ou até em alguns casos, como uma verdadeira alternativa à adoção dos meios tradicionais<sup>23</sup>.

## IV. O Seguro de Representations & Warranties

### 1. A evolução do seguro de Representations & Warranties

Perante um cenário em que é necessário atender à proteção que o comprador necessita e à proteção que o vendedor está efetivamente disposto a oferecer, surge o denominado “*Representations & Warranties (R&W) Insurance*”, ou como é conhecido no mercado Europeu “*Warranties and Indemnity (W&I) Insurance*”<sup>24</sup>.

Este produto segurador evoluiu a partir das apólices de responsabilidade fiscal comercializadas pela Lyod’s of London na década de 1980, não tendo obtido, porém, a adesão inicial antecipada, devido, principalmente, à falta de confiança das partes num processo que, na época, era moroso e dispendioso<sup>25</sup> e que implicava um longo processo

---

<sup>22</sup> Vd. JEFFREY CHAPMAN / JONATHAN WHALEN / BENJAMIN BODURIAN, «Representations and Warranties Insurance in M&A Transactions», *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 2017.

<sup>23</sup> Vd. SCOTT M. SEAMAN e JUDITH A. SELBY, «A Review Of Emerging Trends In Mergers & Acquisitions And Representations & Warranties Insurance», *MEALEY’S Emerging Insurance Disputes* vol, 26, n.º 7, 2021, p. 1.

<sup>24</sup> Como explica SEAN J. GRIFITH, *op. cit.*, p. 1863, a distinção deste produto segurador não resulta apenas da denominação atribuída, uma vez que os seus mercados de transações têm características específicas, as apólices de WII tendem a oferecer uma cobertura mais restrita do que as apólices de RWI, cobrindo um conjunto de declarações e garantias mais restrito do que o apresentado no contrato de aquisição, enquanto que nos EUA a cobertura tende a abranger o conjunto de declarações e garantias nos exatos termos estipulados pelas partes no contrato de aquisição. Contudo, tem-se assistido a uma alteração deste paradigma, passando o WII a apresentar uma cobertura ao “estilo americano”.

<sup>25</sup> SCOTT M. SEAMAN / JUDITH A. SELBY, *op. cit.*, p. 1.

autónomo de *due diligence* levado a cabo pelos seguradores, que poderia levar semanas ou até meses, contrariando o seu grande objetivo de facilitar as transações. Este contratempo foi, todavia, ultrapassado, quando os seguradores reconheceram não ser necessário refazer na totalidade o processo de *due diligence*, podendo aproveitar os relatórios de *due diligence* previamente elaborados pelas partes, tornando este processo mais célere e aliciante para as partes envolvidas<sup>26</sup> – o que se refletiu num aumento da procura e oferta do seguro de R&W, que passou a apresentar coberturas mais alargadas e prémios menos elevados.

Em Portugal, embora este seguro se encontrasse, numa fase inicial, limitado a ativos imobiliários, temos assistido a um alargamento do âmbito setorial, sendo profusa a sua utilização no setor energético e em transações de infraestruturas<sup>27</sup>.

Atualmente, o seguro de declarações e garantias apresenta-se como uma ferramenta útil para mitigar o risco transacional das partes, sendo um seguro “feito à medida” das necessidades específicas de cada transação, utilizado tanto em *share deals*, como em *asset deals*, e que oferece uma segurança extra às partes envolvidas na transação contra eventuais perdas financeiras resultantes das desconformidades das cláusulas de declarações e garantias com a realidade. A contratação deste seguro, permite, assim, transferir para um terceiro agente – o segurador – o risco da verificação do sinistro, isto é, o risco da verificação de eventuais danos, após o *closing*, em virtude do incumprimento das declarações e garantias prestadas, mediante o pagamento de um prémio<sup>28</sup>.

## 2. O contrato de seguro

Uma vez que as operações de M&A são realizadas sob a observância de prazos rigorosos e requerem flexibilidade e rapidez de ambas as partes na transação, a decisão de contratação do seguro de R&W deve ser acordada logo no início das negociações<sup>29</sup>.

---

<sup>26</sup> SEAN J. GRIFITH, *op. cit.*, pp. 1864 - 1865.

<sup>27</sup> MAFALDA BARRETO, «O Seguro de Representations & Warranties (R&W)», in *ADVOCATUS (online)*, 13 de abril de 2023.

<sup>28</sup> FILIPE SANTOS BARATA, «O seguro de Representations & Warranties e a aquisição de empresas», *Análises GA&P*, dezembro de 2016, p. 2.

<sup>29</sup> MARCELO VIEIRA VON ADAMEK / ANDRÉ NUNES CONTI / GIULIA FERRIGNO, *op. cit.*, p. 559.

De modo a exponenciar os benefícios associados a este seguro é essencial que o segurador participe na transação tão cedo quanto possível, de modo a permitir uma revisão adequada das cláusulas de declarações e garantias constantes no contrato de aquisição. Esta análise de avaliação inicial do risco terá influência não só na decisão de contratar do segurador, avaliando concretamente o risco da transação, decidindo se o deve efetivamente assumir, como ainda noutros aspetos do contrato, tais como o seu âmbito de cobertura, o valor do prémio, ou a franquia.

## 2.1. A avaliação inicial do risco

Previamente à contratação de um seguro, torna-se necessário que o segurador faça uma avaliação inicial do risco para que possa efetivamente apreender as características do risco em causa e fixar para ele um prémio adequado.

A avaliação inicial do risco é feita tendo por base a declaração inicial do risco prestada pelo tomador do seguro ou pelo segurado, sendo que no caso da lei portuguesa, de acordo com o artigo 24.º do RJCS, este é um dever pré-contratual de informação que abrange todas as circunstâncias que revelem para a apreciação do risco, pelo segurador, incluindo todas as circunstâncias que o tomador do seguro ou o segurado conheçam e que razoavelmente devam ter por significativas, para a apreciação do risco pelo segurador<sup>30</sup>.

No âmbito do seguro de R&W, a avaliação inicial do risco passa, tipicamente, pelo reexame detalhado dos relatórios de *due diligence* previamente elaborados a pedido das partes<sup>31/32</sup>, nos documentos disponibilizados pelo vendedor que lhe serviram de base e nos pedidos de informação adicionais requeridos pelo comprador, e ainda nos acordos celebrados entre as partes<sup>33</sup>.

---

<sup>30</sup> Quanto às consequências ao nível do funcionamento do seguro, quanto à omissão ou inexatidão da declaração inicial de risco, vd. LUÍS POÇAS, *O dever de declaração inicial do risco no contrato de seguro*, Almedina, 2013, pp. 203-232.

<sup>31</sup> Contudo, nada impede que a seguradora opte pela realização de uma *due diligence* autónoma sobre os materiais disponibilizados pelo vendedor.

<sup>32</sup> MARCELO VIEIRA VON ADAMEK / ANDRÉ NUNES CONTI / GIULIA FERRIGNO, *op. cit.*, p. 563, a contratação do seguro não substitui a realização de uma *due diligence* abrangente e exaustiva. Pelo contrário, as seguradoras esperam que se realize uma *due diligence* aprofundada, oferecendo, por vezes, apenas cobertura quanto às áreas que foram suficientemente examinadas. Quanto ao processo de *due diligence* vd. FÁBIO CASTRO RUSSO «Due diligence e responsabilidade», AA.VV., *I Congresso de Direito das Sociedades em Revista*, Almedina, Coimbra, 2011, pp. 13-26.

<sup>33</sup> Como explica ANGELO BORSELLI, *op. cit.*, pp. 205-e 206, “The applicant is expected to cooperate closely with the insurer and provide relevant information.(...) If the applicant decides to execute the non-

Apesar do tomador do seguro e do segurado terem superioridade informativa nesta matéria, estando numa melhor posição para informar com rigor e clareza do risco que pretende ser acautelado, de forma a que o segurador tenha acesso aos termos e condições em que irá contratar, é importante salientar que não se pode considerar o segurador como a parte contratual mais fraca, uma vez que esta dispõe de inúmeros mecanismos de acesso e filtragem da informação para a completa apreciação do risco. É o segurador “*que sabe “o que quer saber” quanto a ela – não só porque dispõe de competências técnicas para identificar factos relevantes para a caracterização do risco em causa, mas porque é ele que decide a quais destas características dará relevância para construção das suas classes de risco, mais amplas ou mais estreitas*”<sup>34</sup>.

No caso concreto, a análise inicial do risco por parte do segurador incide fundamentalmente sobre: “1) os riscos típicos da atividade da sociedade alvo de aquisição; 2) as matérias que não foram devidamente divulgadas na due diligence e sobre as quais deverá ser prestada informação adicional; 3) matérias cuja complexidade vai mais além do transmitido entre as partes contraentes; 4) riscos não transmitidos e 5) a redação das declarações e garantias, ou seja, determinar se estas são limitadas no seu alcance ou demasiado abrangentes”<sup>35</sup>.

A inobservância deste dever pré-contratual por parte o tomador do seguro ou do segurado, implica algumas consequências para o próprio contrato de seguro e que se encontram previstas nos artigos 25.º e 26.º do RJCS.

Na eventualidade do tomador do seguro ou do segurado terem, dolosamente, omitido informações que possam influenciar a apreciação do risco pelo segurador, ou seja, quando, de modo intencional, fizerem declarações que sabem ser falsas, ou omitam declarações que sabem ser relevantes, faltando à verdade quanto às circunstâncias que conhecessem ou razoavelmente devessem ter por significativas para a apreciação do risco por parte do segurador, a consequência será a anulabilidade do contrato de seguro. Esta

---

*binding indication letter, then the insurer conduct a thorough review of the transaction with the possible assistance of outsider counsel, basically re-examining the due diligence process performed by the parties and makes a final decision as to whether to insure the risk and at what conditions”.*

<sup>34</sup> MARIA INÊS DE OLIVEIRA MARTINS, «Entre a avaliação inicial do risco e o regime do seu agravamento subsequente: a distribuição de riscos de desconhecimento no contrato de seguro», *Julgat*, n.º 43, (Jan./Abr. 2021), Almedina, p. 82.

<sup>35</sup> FILIPE SANTOS BARATA – *op. cit.*, p. 3.

é, contudo, uma anulabilidade *sui generis*<sup>36</sup>, que se distancia do regime geral previsto no Código Civil, já que o prazo de anulação do contrato é de três meses a contar do conhecimento do incumprimento, operando mediante o envio de uma declaração escrita por parte do segurador ao tomador do seguro ou segurado<sup>37</sup>. Adicionalmente, o segurador não estará obrigado a cobrir o sinistro que ocorra antes de ter tido conhecimento do incumprimento doloso ou no decurso do prazo previsto para a anulação, seguindo-se o regime geral da anulabilidade, quanto à obrigatoriedade de restituição de tudo quanto tenha sido prestado<sup>38</sup>. Não existindo dolo ou negligência grosseira por parte do segurador, o tomador do seguro ou o segurado terão de proceder ao pagamento do prémio devido até ao final o prazo de três meses. Caso tenham agido concretamente com o propósito de obter uma vantagem, ou seja, com dolo qualificado, o pagamento do prémio deve ser feito até ao termo do contrato<sup>39</sup>.

Nos casos em que o tomador do seguro ou o segurado tiverem agido com negligência, e por esta se traduzir numa atuação menos gravosa, é estabelecido no artigo 26.º do RJCS, um regime menos penoso a aplicar às omissões ou inexatidões negligentes. Confrontado com esta situação o segurador poderá, no prazo de três meses a contar do seu conhecimento, optar por propor uma alteração do contrato de seguro ou fazê-lo cessar, demonstrando que não celebraria contratos para cobertura de riscos relacionados com o facto omitido ou declarado inexatamente<sup>40</sup>. Havendo cessação do contrato, quer por decisão do segurador, quer pelo não acordo das partes quanto às alterações ao contrato, o prémio será devolvido *pro rata temporis*, atendendo à cobertura devida, ou seja, a devolução é feita na medida proporcional à cobertura que se tiver verificado até ao momento da cessação<sup>41</sup>. Ocorrendo um sinistro antes da cessação do contrato de seguro, o segurador deverá cobrir o sinistro na proporção da diferença do prémio pago e o prémio devido caso tivesse conhecimento das omissões ou inexatidões negligentes<sup>42</sup>. O segurador poderá ainda eximir-se da cobertura do sinistro, quando demonstre que não teria celebrado o contrato de seguro, se tivesse conhecimento das circunstâncias omitidas ou inexatamente transmitidas<sup>43</sup>.

---

<sup>36</sup> ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, “Direito dos Seguros”, Almedina, Coimbra, 2013, p. 584.

<sup>37</sup> De acordo com o n.º 2 do artigo 25.º do RJCS.

<sup>38</sup> De acordo com o n.º 3 do artigo 25.º do RJCS.

<sup>39</sup> De acordo com o n.º 4 e 5 do artigo 25.º do RJCS.

<sup>40</sup> De acordo com o n.º 1 do artigo 26.º do RJCS.

<sup>41</sup> De acordo com o n.º 3 do artigo 26.º do RJCS.

<sup>42</sup> De acordo com a alínea a) do artigo 26.º, n.º 4 do RJCS.

<sup>43</sup> De acordo com a alínea b) do artigo 26.º, n.º 4 do RJCS.

## 2.2. O contrato de aquisição

Apesar de seguir moldes específicos em função das práticas de cada mercado segurador, o processo de contratação do Seguro de R&W tem vindo a estandardizar-se<sup>44</sup>, existindo, por norma, uma apólice-padrão, adaptada à transação concreta, elaborada em harmonia com a proteção garantida no contrato de aquisição – seja através de uma repetição dos termos do contrato de aquisição, seja por uma remissão aos mesmos, figurando o contrato de aquisição como anexo à apólice de seguro<sup>45</sup>.

Importa notar que, o contrato de seguro é um contrato celebrado entre o segurador e o tomador do seguro, independente do contrato de aquisição celebrado entre o comprador e o vendedor. Não obstante, o contrato de aquisição revela-se como fator de conexão e de base para as negociações do contrato de seguro, o que se verifica não só quanto à cobertura oferecida, cuja extensão é definida em função da extensão da cláusula de declarações e garantias, como também em relação ao início e duração da cobertura, e ao seus limites, prémio e franquia.

Salientada a conexão entre estes dois contratos, que apesar de independentes estão interligados entre si, é importante frisar que, a decisão pela contratação do seguro de R&W não constitui uma “carta branca” para se negociar a prestação de declarações e garantias no contrato de aquisição de modo leviano<sup>46</sup>.

## 2.3. As modalidades *sell-side* e *buy-side*

Quanto às modalidades de seguro é importante ter em consideração “*a ausência, nos sistemas de direito anglo-americano, de uma separação conceptual muito nítida entre as figuras do tomador, do segurado e do beneficiário, pelos menos em termos idênticos ou minimamente equivalentes aos nossos*”<sup>47</sup>. Consequentemente, no mundo de M&A as apólices de seguro de R&W são conhecidas, de modo genérico, como: *sell-side policies*, quando o segurado é o vendedor e *buy-side policies* quando o segurado é o comprador.

---

<sup>44</sup> Não existe, contudo, em Portugal, assim como na maioria dos países, regulação específica para este tipo de produto segurador.

<sup>45</sup> MARCELO VIEIRA VON ADAMEK / ANDRÉ NUNES CONTI / GIULIA FERRIGNO, *op. cit.*, p. 559.

<sup>46</sup> MARCELO VIEIRA VON ADAMEK / ANDRÉ NUNES CONTI / GIULIA FERRIGNO, *op. cit.*, p. 563.

<sup>47</sup> MARGARIDA LIMA REGO – *Contrato de seguro e terceiros: estudo de direito civil*, 1ª ed., Coimbra Editora, p. 613.

Inicialmente a oferta do seguro de R&W encontrava-se limitada às *sell-side policies*, numa modalidade de seguro por conta própria em que o tomador-segurado e o beneficiário do seguro eram o próprio vendedor. Contudo, esta modalidade não oferecia uma proteção suficiente dos interesses do comprador, pelo que a solução encontrada passou pelo desenvolvimento das *buy-side policies*, que refletiam de modo mais adequado os respetivos riscos transferidos para o segurador no prémio, na franquia e na cobertura<sup>48</sup>.

Atualmente, as apólices mais contratadas são as *buy-side policies*, que configuram cerca de 96%<sup>49</sup> das apólices de R&W contratadas no ano de 2023.

Cabe, chegados a este ponto, analisar de que modo é que estas apólices se podem configurar – em seguros por conta própria e seguros por conta de outrem –, tendo em consideração a distinção nítida levada a cabo em Portugal quando às figuras do tomador do seguro, segurado e beneficiário. Apesar de existirem diversas hipóteses de configuração do seguro, não pretendemos fazer uma exposição exaustiva de todas, limitando-nos a analisar apenas algumas das configurações possíveis.

### **2.3.1. Seguro por conta própria**

No contrato de seguro por conta própria, o interesse tutelado é o do próprio tomador do seguro, segundo o exposto no artigo 47.º, n.º 1 do RJCS. Podemos, assim, apontar três configurações em que o seguro de R&W pode ser contratado como um seguro por conta própria:

- I. Numa primeira configuração de apólice *sell-side*, o vendedor ocupa simultaneamente a figura de tomador do seguro, segurado e beneficiário. Neste caso, o vendedor (tomador-segurado), transfere para o segurador o risco da verificação de um dano (o sinistro) na sua própria esfera<sup>50</sup>, ou seja, transfere para o segurador o risco de as declarações e garantias por si prestadas se revelarem falsas, inexatas ou incompletas, provocando na esfera

---

<sup>48</sup> MARCELO VIEIRA VON ADAMEK / ANDRÉ NUNES CONTI / GIULIA FERRIGNO, *op. cit.*, p. 555.

<sup>49</sup> CMS European M&A Study 2024, p. 54, face aos 91% registados no ano de 2022.

<sup>50</sup> Nas modalidades *sell-side* é ainda possível que o risco transferido para o segurador seja o risco das declarações e garantias prestadas pelo comprador serem falsas, inexatas ou incompletas, provocando danos na esfera jurídica do vendedor. Nestes casos, ao configurar-se o comprador como beneficiário, sendo ele o destinatário da prestação do segurador, este deve, posteriormente, indemnizar o vendedor pelos danos que lhe causou, nos termos acordados no contrato de aquisição.

jurídica do vendedor a obrigação de indenizar o comprador pelos danos causados. Verificando-se a ocorrência do sinistro, e configurando-se o vendedor como beneficiário, será ele o destinatário da prestação do segurador, dentro dos limites estipulados na respectiva apólice (devendo posteriormente indenizar o comprador pelos danos causados, dentro dos limites estipulados no contrato de aquisição).

- II. Numa variante da configuração anterior, a apólice pode ser contratada sendo o beneficiário o comprador. Neste caso, o tomador-segurado permanece o vendedor, que transfere para o segurador o risco de as declarações e garantias por si prestadas não corresponderem à realidade, provocando na esfera jurídica do vendedor a obrigação de indenizar o comprador pelos danos causados. Contudo, verificando-se a ocorrência do sinistro, e configurando-se, nesta hipótese, o comprador como beneficiário, é-lhe atribuída a titularidade do direito de exigir para si próprio a prestação devida pelo segurador.
- III. Por último, e com uma configuração de apólice *buy-side*, existe ainda a possibilidade do comprador ser simultaneamente o tomador do seguro, o segurador e o beneficiário. Nesta hipótese, o comprador transfere para o segurador o risco da verificação de um dano na sua própria esfera, em resultado das declarações e garantias falsas, inexatas ou incompletas prestadas pelo vendedor. Nesta modalidade é também o comprador que figura como beneficiário, pelo que, poderá dirigir a sua reclamação diretamente ao segurador – o que permite que este seja um processo de reclamação mais simples, tendo o comprador a possibilidade de optar por se ressarcir junto do segurador, sem dependência de longos períodos de litigância com o vendedor, tal como na modalidade anterior.

### 2.3.2. Seguro por conta de outrem

No seguro por conta de outrem, de acordo com o exposto no artigo 48.º do RJCS, o tomador do seguro atua por conta do segurado, sendo, salvo estipulação em sentido contrário, o segurado o titular dos direitos emergentes do contrato. Nestes termos, podemos igualmente apontar três configurações em que o seguro de R&W pode ser contratado como um seguro por conta de outrem.

- I. Numa primeira hipótese de apólice *buy-side*, o seguro pode ser celebrado pelo vendedor, sendo este o tomador do seguro, por conta de um segurado determinado – o comprador. Nesta hipótese, o risco que o vendedor transfere para o segurador é o risco da verificação de um dano numa esfera alheia – a do comprador – ou seja, é transferido para o segurador o risco das declarações e garantias prestadas pelo vendedor serem falsas, inexatas ou incompletas, causando um dano na esfera jurídica do comprador. Quanto ao beneficiário, este pode ser o comprador, sendo-lhe atribuído o direito à prestação do segurador – o que permite, como referido anteriormente, um processo de reclamação mais célere. Assim, neste caso, o vendedor será o tomador do seguro, contratando-o por conta do comprador, que será o segurado, e simultaneamente o beneficiário.
- II. É também possível, tendo em conta a configuração descrita anteriormente, que o beneficiário seja o vendedor, pelo que será ele o destinatário da prestação do segurador, devendo posteriormente indemnizar o comprador pelos danos que lhe causou, dentro dos limites estipulados no contrato de aquisição.
- III. É ainda possível configurar um seguro por conta de outrem numa modalidade *sell-side*. Nesta hipótese, o tomador do seguro e o beneficiário são o comprador e o segurado é o vendedor, pelo que, o comprador transfere para o segurador o risco das declarações e garantias prestadas pelo vendedor-segurado serem incorretas, provocando na esfera jurídica do vendedor a obrigação de indemnizar o comprador pelos danos causados. Configurando-se o comprador como beneficiário, é-lhe atribuída a titularidade do direito de exigir para si próprio a prestação do segurador após a verificação do sinistro.

### 2.3.3. Declarações e Garantias prestadas com dolo

Perante qualquer umas das modalidades mencionadas importa ainda ter em consideração o princípio-regra constante no artigo 46.º, n.º 1 do RJCS<sup>51</sup>, comum a diversos ordenamentos jurídicos, que estabelece que a entidade seguradora não será obrigada a efetuar a prestação convencionada em caso de sinistro causado dolosamente pelo tomador do seguro ou pelo segurado<sup>52</sup>. Quanto ao beneficiário, como estipulado no n.º 2 do referido artigo, caso este tenha causado dolosamente o dano não terá direito à prestação.

Deste modo, numa apólice *sell-side* por conta própria, em que o vendedor é simultaneamente o tomador-segurado e o beneficiário, o segurador não será obrigado a efetuar a prestação convencionada caso o sinistro resulte das declarações e garantias prestadas pelo vendedor com dolo, de acordo com o estipulado no artigo 46.º, n.º 1 do RJCS.

Esta será ainda a consequência nas apólices *sell-side* por conta própria, contratadas pelo vendedor e em que o beneficiário é o comprador. Neste caso, figurando o vendedor como tomador-segurado, na eventualidade do sinistro ter sido causado dolosamente por si, o segurador não será obrigado a efetuar a prestação convencionada.

De igual modo numa apólice *sell-side* por conta de outrem, em que o vendedor figura somente como segurado, numa apólice contratada pelo comprador e em que este será o beneficiário, a hipótese pode recair na previsão do referido artigo, no caso do sinistro resultar das declarações e garantias prestadas com dolo pelo segurado-vendedor.

No âmbito das apólices *buy-side* por conta de outrem, este princípio-regra poderá aplicar-se aos casos em que o vendedor toma o seguro por conta do comprador (segurado), independentemente do beneficiário ser o vendedor ou o comprador. Uma vez que o vendedor figura como tomador do seguro, no caso do sinistro resultar das declarações e

---

<sup>51</sup> Artigo 46.º, n.º 1 do RJCS – “*Salvo disposição legal ou regulamentar em sentido diverso, assim como convenção em contrário não ofensiva da ordem pública quando a natureza da cobertura o permita, o segurador não é obrigado a efectuar a prestação convencionada em caso de sinistro causado dolosamente pelo tomador do seguro ou pelo segurado.*”.

<sup>52</sup> Como frisa SOFIA MARTINS / JOANA TORRES EREIO / JOÃO VILHENA VALÉRIO – «Guia sobre o Novo Regime Jurídico do Contrato de Seguro», *Uría Menéndez*, 2008, p. 42, “*É de notar que nesta situação, apesar da lei continuar a não impor a exclusão, deixando uma margem de autonomia às partes, prevê-se expressamente que o acordo que estabeleça que o segurador é obrigado a efetuar a prestação convencionada, mesmo em caso de sinistro dolosamente causado pelo tomador de seguro ou pelo segurado, não é permitido em caso de ofender a ordem pública*”.

garantias prestadas com dolo pelo tomador-vendedor, o segurador não será obrigado a prestação convencionada.

Diferentemente, nas apólices *buy-side* por conta própria, em que o comprador é simultaneamente o tomador-segurado e o beneficiário, desde que este não cause dolosamente o sinistro (ou seja, desde que não tenha conhecimento da falsidade, inexatidão ou incompletude das declarações e garantias prestadas), não se aplicará o disposto no n.º 1 do artigo 46.º, encontrando-se o segurador obrigado a efetuar a devida prestação, dentro dos limites definidos na apólice.

Contudo, caso o comprador tenha conhecimento da desconformidade das declarações e garantias prestadas pelo vendedor, nas hipóteses em que figura como beneficiário, aplicar-se-á o disposto no n.º 2 do referido artigo pelo que, “*o beneficiário que tenha causado dolosamente o dano não tem direito à prestação*”<sup>53</sup>.

É, deste modo, evidente que este é um princípio que se alinha com a natureza das apólices de R&W – cobrir danos que advenham da violação de declarações e garantias devido a factos desconhecidos (desconhecidos porque, ora não foram descobertos durante o processo de *due diligence* ou, foram propositadamente escondidos pelo vendedor)<sup>54</sup>.

## 2.4. O Prémio

Tal como em qualquer contrato de seguro, a transferência do risco de ocorrência de um sinistro para o segurador envolve o pagamento de uma contrapartida – o prémio – que inclui, de acordo com o artigo 51.º do RJCS, tudo o que seja contratualmente devido pelo tomador do seguro, nomeadamente os custos da cobertura do risco, os custos de aquisição, de gestão e de cobrança e os encargos relacionados com a emissão da apólice.

Apesar de ser admitida convenção em contrário, é prática comum, aquando da contratação deste seguro, o pagamento de um prémio único, calculado através da combinação de diversos fatores que se encontram intrinsecamente ligados ao risco transferido, tais como a extensão da cobertura, a complexidade da transação, a indústria

---

<sup>53</sup> Artigo 46.º, n.º 2 do RJCS.

<sup>54</sup> SEBASTIÃO LORENA – «A exclusão de known matters nos seguros de W&I», in *ADVOCATUS (online)*, 19 de junho de 2023.

em que a empresa transmitida se insere, a legislação aplicável ao contrato de aquisição, o risco geográfico, entre outros<sup>55</sup>.

Atualmente, é frequente os prêmios variarem entre 1% a 2% do valor da cobertura acordada, podendo ser estipulado um valor inferior para transações em mercados de baixo risco, ou valores superiores consoante o risco associado<sup>56</sup>.

## 2.5. A extensão da cobertura

A cobertura do seguro de R&W é, por norma, definida em função das declarações e garantias prestadas no contrato de aquisição, ocorrendo normalmente o processo de subscrição da apólice em simultâneo com a negociação da transação. As coberturas oferecidas tendem a ser amplas, abrangendo a maioria das declarações e garantias prestadas no contrato de aquisição (*back-to-back coverage*)<sup>57</sup>, com exceção daquelas que forem concretamente excluídas. Assim, é comum que o segurador inclua como elemento da apólice, um anexo com uma versão editada por si do texto das declarações e garantias constantes no contrato de aquisição, de modo a evitar as formulações demasiado vagas ou excessivamente subjetivas que podem constar do contrato de aquisição.

Apesar do contrato de seguro seguir tendencialmente o contrato de aquisição, utilizando-o como base, os seguradores procuram excluir determinados riscos desadequados com o contexto da apólice<sup>58</sup>. Assim, não é conferida cobertura relativamente a riscos conhecidos pelo comprador e pelos *deal team members*<sup>59</sup>, quer através da informação previamente disponibilizada à contraparte para a realização dos relatórios de *due diligence*<sup>60</sup>, quer antes do processo de negociações. Esta exclusão das

---

<sup>55</sup> FILIPE SANTOS BARATA, *op. cit.*, p. 6.

<sup>56</sup> MARCELO VIEIRA VON ADAMEK / ANDRÉ NUNES CONTI / GIULIA FERRIGNO, *op. cit.*, p. 564.

<sup>57</sup> MARCELO VIEIRA VON ADAMEK / ANDRÉ NUNES CONTI / GIULIA FERRIGNO, *op. cit.*, p. 564.

<sup>58</sup> Vd. MARCELO VIEIRA VON ADAMEK, ANDRÉ NUNES CONTI E GIULIA FERRIGNO, *op. cit.*, p. 565, o alcance das exclusões é um fator importante a ter em conta para avaliar a qualidade da cobertura do seguro, já que se uma seguradora exigir exclusões muito amplas pode colocar em causa a própria utilidade da apólice.

<sup>59</sup> É comum constar num anexo ao contrato de seguro uma lista de elementos da equipa do comprador que tiveram um envolvimento direto na supervisão ou condução de qualquer diligência relacionada com a preparação do contrato de aquisição.

<sup>60</sup> Este é um dos motivos pelo qual é aconselhável que as partes acordem na aquisição de um contrato de seguro e que o segurador participe na transação o mais cedo possível, de modo a negociarem a extensão do relatório de *due diligence* a realizar, (e.g. área jurídica, ambiental, operacional) de modo a cobrir o catálogo de declarações e garantias que se pretende inserir no contrato de aquisição e no contrato de seguro.

*known matters* – isto é, dos factos do conhecimento das partes (ou pelo menos pelo vendedor) que coloquem em causa a veracidade de uma declaração ou garantia – não é nada mais do que uma decorrência indissociável da natureza do seguro de R&W<sup>61</sup> e do cumprimento da obrigação legal de declaração inicial do risco, como analisado anteriormente.

Adicionalmente, são tendencialmente excluídos riscos relativos a contingências tributárias ou ambientais e a processos judiciais pendentes, normalmente revelados no âmbito do processo de *due diligence*, enquanto situações que se mostram possíveis ou prováveis de ocorrer após o *closing* (e.g. dúvidas quanto ao regime fiscal aplicável à transação, principalmente quanto a transações transfronteiriças, ou a decisões de processos judiciais que já se encontrem em curso, ou que possam ser previsíveis, desde os relativos a despedimentos coletivos de trabalhadores, ou disputas relacionadas com o registo de uma marca). Para estes casos é comum a combinação do seguro de R&W com outras apólices de seguro especializadas, como apólices de responsabilidade por danos ambientais<sup>62</sup>, *Tax Liability Insurance*<sup>63</sup> e *Litigation Buy-Out*<sup>64</sup>.

---

<sup>61</sup> Como salienta SEBASTIÃO LORENA, *op. cit.*, as *known matters* deverão ser alvo de um tratamento autónomo no âmbito da transação, através e mecanismos próprios como os de ajuste do preço, ou através da contratação de seguros de contingências específicas.

<sup>62</sup> Vd. MARCELO VIEIRA VON ADAMEK / ANDRÉ NUNES CONTI / GIULIA FERRIGNO, *op. cit.*, p. 566, as apólices de responsabilidade ambiental são de especial importância no contexto das transações de M&A, uma vez que, nesta área, pode ser extremamente difícil calcular o montante dos danos causados, o que pode levar a uma desvalorização da aquisição e uma empresa e conseqüentemente ao fracasso da transação, quando não se chegue a uma alocação pacífica desses riscos entre as partes através dos mecanismos tradicionais. Contudo, os riscos ambientais totalmente desconhecidos não são necessariamente excluídos das apólices de R&W, apesar de, naturalmente, os seguradores raramente aceitarem as declarações e garantias prestadas quanto à inexistência de danos ambientais. A contratação de um seguro específico quanto a estas matérias oferece a possibilidade de transferir o risco para um segurador especializada, capaz de oferecer uma cobertura mais abrangente do que seria possível unicamente com o seguro de R&W.

<sup>63</sup> Como frisa ANGELO BORSELLI, *op. cit.*, p. 209, uma das questões inevitáveis neste tipo de transações prende-se com as eventuais contingências fiscais que podem surgir, nomeadamente quando as partes não chegam a acordo quanto ao impacto que estas devem assumir no preço final da transação, ou ainda quando o comprador se vê pressionado a avançar com a transação quando ainda não existem certezas quanto à aplicação de determinadas normas fiscais. A adoção do denominado “*Tax Liability Insurance*” permite, assim, que este impacto financeiro incerto se transforme numa certeza a ser assumida por uma das partes, que pode cobrir, por exemplo, os custos de contestação perante a Autoridade Tributária, despesas com advogados e contabilistas externos e ainda juros e contraordenações.

<sup>64</sup> Vd. ANGELO BORSELLI, *op. cit.*, p. 209, a conclusão da transação pode ainda ser dificultada por litígios pendentes ou previstos, geradores de algum impasse na decisão do comprador e que podem não ser resolvidos antes do *signing*. O denominado “*Litigation Buyout and Contingent Liability Insurance*”, oferece cobertura para uma vasta gama de litígios e reclamações, quer relacionadas com o resultado final desse litígio, quer com possíveis indemnizações devidas, ou ainda com questões laborais e de disputas de propriedade intelectual, limitando, assim, o risco e a exposição financeira do segurado perante um processo que tende a ser complexo e imprevisível.

É ainda comum excluir riscos comerciais gerais, como as denominadas *forward looking warranties*, ou seja, as declarações e garantias relativas a prognósticos sobre o futuro desenvolvimento da atividade da empresa, incluindo a impossibilidade de a empresa adquirida alcançar determinadas previsões financeiras, uma vez que tal implicaria um risco excessivo para o segurador.

### **2.5.1. A cobertura sintética**

A necessidade de concluir as transações de forma rápida e eficiente, procurando evitar possíveis oscilações significativas no mercado, tem levado a uma maior procura por outras modalidades de cobertura, nomeadamente, as coberturas sintéticas<sup>65</sup>. Ao contrário das coberturas tradicionais, que têm como base as declarações e garantias prestadas pelo vendedor, as declarações e garantias sintéticas vão além do contrato de aquisição, sendo apenas negociadas entre o próprio tomador do seguro (neste caso, por norma, o comprador) e o segurador<sup>66</sup>. Consequentemente, as declarações e garantias não são tão extensas e detalhadas como as anteriores, mas, pelo contrário, mais amplas e genéricas, o que permite a sua adaptação a termos e condições mais específicos que o tomador do seguro procure salvaguardar, nomeadamente quanto a declarações e garantias que o vendedor não quer (ou não pode) prestar, proporcionando uma estratégia de mitigação de riscos mais personalizada.

Apesar desta modalidade permitir, teoricamente, acelerar parte do processo da transação, ao eliminar a necessidade de negociação entre as partes quanto às declarações e garantias a prestar, passando a existir somente uma negociação entre o tomador do seguro e o segurador, o que pode constituir uma vantagem diferenciadora para o comprador, existem ainda outros aspetos que devem ser tidos em consideração. O processo de *due diligence* terá evidentemente um relevo mais acentuado, dada a ausência de divulgação por parte do vendedor (que não é parte do contrato de seguro)<sup>67</sup>, exigindo-se uma diligência prévia exaustiva e suficientemente abrangente. Existindo um risco mais

---

<sup>65</sup> Sobre mais desenvolvimentos sobre a modalidade de cobertura sintética vd. MATT TAYLOR / HOLLY PORTER, «Synthetic Insurance – A way forward in a difficult market?», *Clifford Chance Briefings*, 28 de junho de 2023.

<sup>66</sup> Acredita-se que a primeira apólice de R&W totalmente sintética foi celebrada em 2018 no Reino Unido e, apesar de serem maioritariamente utilizadas em transações simples, têm começado igualmente a ser utilizadas numa gama mais vasta de circunstâncias.

<sup>67</sup> Esta ausência de divulgação por parte do vendedor constitui um desafio para os seguradores, pelo que, por norma, é exigido um mínimo de envolvimento no processo de negociação.

elevado para os seguradores neste tipo de apólice, é comum a inclusão de franquias mais elevadas, porém, este custo mais elevado tende a ser compensado pelas vantagens desta modalidade, ao permitir que o vendedor tenha uma *clean exit* sem qualquer responsabilidade pela violação de declarações e garantias, e que o comprador possa apresentar propostas negociais mais atrativas.

O tomador do seguro pode ainda optar por combinar estas duas modalidades, caso procure uma proteção adicional, alargando “sinteticamente” a cobertura da apólice tradicional para além da redação do contrato de aquisição, excluindo, por exemplo, os *knowledge qualifiers*<sup>68</sup>.

### 2.5.2. Âmbito temporal da cobertura

O âmbito temporal da cobertura é definido caso a caso, podendo a data de início da cobertura do seguro diferir consoante a fase da transação em que as declarações e garantias a serem objeto do seguro tenham sido prestadas, isto é, no *signing*, ou no *closing*, caso estas fases não ocorram em simultâneo.

Contrariando a regra supletiva do artigo 40.º do RJCS, de que o contrato de seguro vigora pelo período de um ano, no seguro de R&W o período de vigência tende a refletir os *survival periods* das declarações e garantias definido pelas partes no contrato de aquisição, sendo frequente que, principalmente nas apólices de *buy-side*, este período seja mais alargado. Existindo diferentes *survival periods*, em função do tipo de declaração e garantia prestada<sup>69</sup>, é também comum que o contrato de seguro acompanhe essa diferenciação de categorias, estipulando âmbitos temporais de cobertura correspondentes<sup>70</sup>.

---

<sup>68</sup> Vd. JOSÉ FERREIRA GOMES, *op. cit.*, p. 270., as cláusulas de declarações e garantias podem ser limitadas tendo em conta a previsão (ou não) de limitações de conhecimento. Não existindo qualquer limitação, a cláusula constitui uma garantia objetiva, pelo que o risco de desconformidade entre a realidade e o declarado é imputado ao declarante independentemente do conhecimento que este tinha. Com a inclusão de limitações relativas ao conhecimento, que podem assumir diversas formulações, tais como: i) tanto quanto é do conhecimento do vendedor (*to the seller's knowledge*); ii) tanto quanto é do melhor conhecimento do vendedor (*to the seller's best knowledge*); iii) tanto quanto é do melhor conhecimento do vendedor e após investigação diligente (*to the seller's best knowledge and after diligent investigation*) devia ter ou podia ter sobre os factos em causa, o declarante não garante uma veracidade objetiva dos factos declarados, mas tão só que não tem conhecimento de nenhum facto que contradiga a declaração, esvaziando a objetivação típicas das cláusulas e declarações e garantias.

<sup>69</sup> No contrato de aquisição é comum serem definidas diferentes categorias de declarações e garantias, identificadas como declarações e garantias fiscais, laborais, fundamentais e gerais, entre outras, que podem apresentar *survival periods* diferentes, de acordo com a sua relevância para a transação.

<sup>70</sup> Vd. ANGELO BORSELLI, *op. cit.*, p. 208.

### 2.5.3. A Franquia e o capital seguro

O capital seguro representa o valor máximo da prestação a pagar pelo segurador por sinistro<sup>71</sup>. No caso da apólice *sell-side*, o capital seguro limitar-se-á ao valor da responsabilidade máxima do vendedor, nos termos constantes do contrato de aquisição. . Contudo, os limites exatos, tendem a variar consoante as características concretas de cada operação, sendo que, na prática internacional, é comum, o capital seguro ser estipulado entre 10% a 50% do volume da transação<sup>72</sup>.

As partes podem ainda fixar previsões contratuais que condicionem o valor da prestação a realizar pelo segurador<sup>73</sup>. Assim, é prática seguradora, não sendo o seguro de R&W uma exceção, a estipulação de pequenas reclamações que não serão atendidas pelo segurador, ou seja, um valor definido que, em caso da ocorrência do sinistro ficará a cargo do tomador do seguro, sendo o segurador apenas responsável pelos prejuízos que venham a ultrapassar esse valor. As reclamações que excedam o valor fixado como franquia serão assim cobertas pelo segurador, até ao limite de cobertura fixado no contrato de seguro.

## 3. A articulação com o contrato de aquisição

A conjugação do regime do contrato de seguro com o regime resultante do contrato de aquisição não se encontra sujeita a nenhuma estipulação legal, pelo que caberá às partes envolvidas na transação determinar os termos desta. Assim, em traços gerais, podemos identificar alguns modos de conjugação destes dois contratos<sup>74</sup>.

Pode existir uma limitação total da responsabilidade ao abrigo do contrato de aquisição, sendo que neste cenário há um regime de exclusão de responsabilidade do vendedor por qualquer violação das declarações e garantias prestadas, sendo que o comprador apenas poderá ver os seus danos ressarcidos através dos termos definidos na apólice de seguro<sup>75</sup>.

---

<sup>71</sup> Artigo 49.º, n.º 1, do RJCS.

<sup>72</sup> MARCELO VIEIRA VON ADAMEK / ANDRÉ NUNES CONTI / GIULIA FERRIGNO, *op. cit.*, p. 572.

<sup>73</sup> Artigo 40.º, n.º 3, do RJCS.

<sup>74</sup> Para um maior desenvolvimento sobre esta questão Vd. SEBASTIÃO LORENA, «M&A, apólices de seguros e responsabilidade», in *ADVOCATUS (online)*, 2 de novembro de 2022.

<sup>75</sup> Como nota SEBASTIÃO LORENA, *op. cit.*, 2022, “Deverá, no entanto, ter-se em conta que, nos termos do direito atualmente em vigor em Portugal, não é possível excluir-se a responsabilidade em caso de dolo,

Num sentido oposto, pode ainda ser acordado que não existe nenhuma limitação de responsabilidade ao abrigo do contrato de aquisição, sendo que nestes casos nem é feita menção à existência de uma apólice de R&W no contrato de aquisição. Segundo este regime, o contrato de aquisição e o contrato de seguro existirão, em paralelo, mas totalmente separados, pelo que se pode optar por acionar o seguro, ou pela indemnização estabelecida no contrato de aquisição. Esta é a estrutura tipicamente utilizada nas apólices *sell-side*, em que, como analisado, o tomador do seguro é o vendedor, já que esta modalidade permite que apenas o tomador do seguro esteja ciente da existência de uma apólice, não havendo qualquer participação da contraparte no processo de implementação da apólice.

Por último, pode ser definido que o contrato de aquisição estabelecerá uma responsabilidade subsidiária da parte vendedora perante a apólice. Neste caso, o vendedor apenas será responsável pela indemnização dos danos que não tenham sido indemnizados aquando da ativação do seguro.

Como referido, não existe uma regulação específica quanto à articulação destes dois contratos, pelo que os modelos de repartição de responsabilidade podem ainda ser articulados entre si. Podemos ter num mesmo contrato de aquisição, por exemplo, responsabilidade subsidiária quando a declarações e garantias consideradas fundamentais, e uma total desresponsabilização quanto às restantes<sup>76</sup>.

## **V. As vantagens da celebração do seguro de *Representations & Warranties***

Como referido anteriormente, as partes envolvidas na transação são capazes de alocar o risco entre si, ao abrigo da autonomia privada das partes, através da negociação dos meios tradicionais inseridos no contrato de aquisição. Assim, qual será a vantagem de transferir este risco para um terceiro – o segurador – se o conseguem alocar, de forma eficaz, entre si?

---

*pelo que, se a violação das R&Ws for devida a dolo do vendedor, a limitação de responsabilidade ao abrigo do SPA não será aplicável. Isto não quer dizer, no entanto, que a apólice não poderá ser acionada. Antes pelo contrário. A grande diferença será que nestes casos, acaso seja chamada a ressarcir os danos sofridos nos termos da apólice, a seguradora terá um direito de regresso contra a parte vendedora”.*

<sup>76</sup> SEBASTIÃO LORENA, *op cit.*, 2022.

Em primeiro lugar, e de modo abrangente, podemos identificar o motivo que leva à contratação de qualquer seguro. O contrato de seguro atribui ao beneficiário do seguro o direito a uma prestação caso se concretize um evento incerto que ameaça um interesse do segurado, sendo esta prestação meramente eventual e estando o dever do segurador sujeito a uma condição – a concretização do evento incerto. É assim fácil compreender qual o sentido e finalidade, de um ponto de vista geral, dos seguros – “*a utilidade económica que o contrato confere ao segurado, e que justifica que ele pague um preço (prémio) pela cobertura*”<sup>77</sup>, traduz-se na sua função indemnizatória, à função de satisfação de uma necessidade eventual a custo certo atual ou à função de garantia da certeza do plano económico, isto é, à transferência do risco para o segurador<sup>78</sup>. Assim, a partir do momento em que o segurador assume o dever condicional de prestar, fica estabelecido que, caso o sinistro ocorra, é o segurador quem assume as suas consequências económicas, exatamente através da prestação a que se obriga, o que traz de imediato valor económico para o segurado, ao permitir que este trace os seus planos económicos nesse pressuposto, libertando-o da necessidade de aprovisionar todo o montante da perda potencial. Em suma, a utilidade prática do seguro, e o que dá sentido à sua contratação é a de “*permitir ao segurado obter segurança ou certeza quanto a que os efeitos desfavoráveis de um evento incerto não atingirão a sua esfera, permitindo-lhe assim fazer a sua planificação económica nessa base*”<sup>79</sup>.

Quanto ao seguro de R&W em concreto, pode ser apontada a adoção deste seguro como uma resposta ao “*seller’s market*”, no qual existe uma alguma resistência por parte dos vendedores na estipulação de *indemnification provisions* e *escrow accounts*. Face a esta situação e num mercado competitivo como o de M&A, a contratação do seguro de R&W pode ser efetivamente a melhor, ou até a única, alternativa aceitável para alguns compradores<sup>80</sup>.

Propomo-nos a analisar algumas das vantagens da contratação do seguro de R&W, tanto na perspetiva do comprador, como na perspetiva do vendedor.

---

<sup>77</sup> MARIA INÊS DE OLIVEIRA MARTINS, *op. cit.*, p. 71.

<sup>78</sup> Vd. MARIA INÊS DE OLIVEIRA MARTINS, *op. cit.*, pp. 71-72.

<sup>79</sup> MARIA INÊS DE OLIVEIRA MARTINS, *op. cit.*, p.72.

<sup>80</sup> SEAN J. GRIFITH, *op. cit.*, pp. 1886 - 1887.

## 1. As vantagens para o comprador

Uma das principais vantagens da apólice *buy-side*, em que o comprador figura como segurado, está justamente na transferência do risco de um potencial sinistro para segurador. Com a contratação do seguro, o risco passa da esfera jurídica do comprador para a esfera de um terceiro à transação – o segurador. Deste modo, o comprador garante que os eventuais danos que possam advir da desconformidade das declarações e garantias prestadas pelo vendedor serão efetivamente ressarcidos, independentemente da situação financeira do vendedor, evitando o risco de posterior incapacidade financeira do vendedor (nomeadamente o risco de insolvência).

Nos casos em que o vendedor mantém a sua presença na empresa adquirida, quer por via de *roll over equity*<sup>81</sup>, quer por continuar a desempenhar funções na mesma a nível de gestão, ou por estarmos perante uma aquisição minoritária, tendo o vendedor interesse em proteger a relação negocial num cenário pós-aquisição, a contratação deste seguro na modalidade *buy-side*, ou na modalidade *sell-side*, figurando o comprador como beneficiário, apresenta uma clara vantagem para o comprador ao permitir que as reclamações sejam feitas diretamente junto do segurador, evitando a inconveniência de um possível litígio contra o sócio/admistrador-vendedor e mantendo uma relação mútua amistosa após o *closing*.

A contratação deste seguro permite, ainda, que o comprador apresente uma proposta que é vista como mais atrativa num processo de venda competitivo, ao oferecer condições mais favoráveis ao vendedor, limitando ao mínimo a sua exposição ao risco e reduzindo, ou até eliminando, a necessidade de negociar garantias tradicionais no contrato de aquisição. O que confere, igualmente, um conforto adicional e uma sensação de maior estabilidade a entidades financiadoras na concessão de financiamento para a transação, melhorando a posição negocial do comprador, pela redução do risco associado a perdas não contempladas entre as partes, podendo até ser a própria entidade financiadora a figurar como beneficiária do seguro<sup>82</sup>.

Por fim, importa ter em consideração que os seguradores são agentes experientes na avaliação do risco e no cálculo de eventuais danos, pelo que o recurso a um segurador

---

<sup>81</sup> “*Roll-over equity*” refere-se a uma parte do valor obtido com a transação que é reinvestido na empresa adquirida pelo seu vendedor.

<sup>82</sup> Vd. FILIPE SANTOS BARATA, *op. cit.*, p. 3.

será inevitavelmente uma vantagem para o comprador neste tipo de transações. Ao fazer uma *due diligence* autónoma, ou um reexame dos relatórios de *due diligence* previamente elaborados, o segurador exerce um papel semelhante ao de uma consultora (com a diferença de que o segurador assume um risco)<sup>83</sup>, pelo que a determinação de um prémio elevado pode ser um indicador de que o risco inerente à transação é elevado, o que poderá ter influência na decisão do comprador prosseguir com a transação ou não.

## 2. As vantagens para o vendedor

Para o vendedor são também inegáveis os benefícios com a contratação deste seguro. Em primeiro lugar, permite que o vendedor tenha uma *clean exit*, limitando a responsabilidade que lhe pode ser diretamente imputada pelas incorreções nas declarações e garantias prestadas no contrato de aquisição, através da transferência dessa responsabilidade para o segurador<sup>84</sup>. Assim, a título exemplificativo, considerando uma transação avaliada em quinhentos milhões de euros, em que o comprador pretende que o limite da indemnização estipulado no contrato de aquisição para a eventualidade de existirem desconformidades nas declarações e garantias prestadas seja de cinquenta milhões de euros, com a obtenção de uma apólice de R&W em que seja acordado que o limite de cobertura é de cinquenta milhões de euros, com uma franquia de cinco milhões de euros, o comprador e o vendedor terão apenas de negociar entre si a alocação do risco dos primeiros cinco milhões de euros<sup>85</sup>. Esta limitação de responsabilidade permite não só reduzir a duração das negociações do contrato de aquisição, como pode ainda levar a que o vendedor fique mais disposto a alargar a cobertura substantiva das suas declarações e garantias, reduzindo a utilização dos *knowledge e materiality qualifiers*<sup>86/87</sup>.

---

<sup>83</sup> VICTOR P. GOLDBERG, «The Devil Made Me Do It: The Corporate Purchase of Insurance», *Columbia Law School, Review of Law and Economics*, vol. 5, 2009, p. 543, refere que “*Insurers provide more than pure insurance; they provide risk management services, the most obvious being inspection and loss reduction*”.

<sup>84</sup> Com a exceção, nas apólices em que figura como tomador ou segurado, em que o segurador não é obrigado a efetuar a prestação convencionada, ou ainda nos casos em que figura como beneficiário, já que, causando dolosamente o dano, não terá direito à prestação.

<sup>85</sup> Vd. JEFFREY CHAPMAN / JONATHAN WHALEN / BENJAMIN BODURIAN, *op. cit.*, p. 1.

<sup>86</sup> Vd. M. SEAMAN / JUDITH A. SELBY, *op. cit.*, p. 3.

<sup>87</sup> Em 2022, 53% das transações negociadas com o seguro de R&W envolviam *liability caps* do vendedor que representavam menos de 10% do preço total da transação, em comparação aos 6% nas transações sem seguro, V. CMS European M&A Study 2023, p. 60. Já em 2023, apenas 50% das transações negociadas com o seguro de R&W envolviam *liability caps* do vendedor que representavam menos de 10% do preço total da transação, em comparação aos 7% das transações sem seguro, V. CMS European M&A Study 2024, p. 55.

A *clean exit* é ainda uma vantagem especialmente relevante nos casos em que o vendedor é um fundo de *private equity*, ao permitir que o preço da venda possa ser de imediato distribuído pelos investidores, com reduzida, ou até nenhuma responsabilidade, e sem necessidade da adoção dos mecanismos tradicionais, como as contas *escrow*, que exigem a imobilização de fundos monetários durante um determinado período temporal<sup>88</sup>.

Existindo múltiplos vendedores, a contratação do seguro de R&W, numa modalidade de seguro de grupo *sell-side*, em que os vendedores figuram como segurados, pode ser vantajosa. O seguro de grupo, previsto no artigo 77.º do RJCS, é definido como um contrato de seguro celebrado por um tomador, por conta de vários segurados, ligados ao subscritor por um vínculo distinto do de segurar, cobrindo cumulativamente riscos homogêneos de todos os segurados<sup>89</sup>. Deste modo, os múltiplos vendedores configuraram no contrato como os segurados, podendo os beneficiários ser os próprios vendedores, ou o comprador. A contratação deste seguro permite, assim, que os vendedores possam assumir uma responsabilidade conjunta quanto às declarações e garantias prestadas, através da transferência do risco para o segurador, excluindo a necessidade de existir uma responsabilidade solidária entre si ao nível do contrato de aquisição.

A contratação deste seguro e a consequente transferência do risco para o segurador, permite ainda que haja uma menor “fricção” entre as partes, durante o processo negocial, nomeadamente nos casos em que o vendedor procura limitar a sua responsabilidade a montantes muito baixos, ou insiste em reduzir os prazos de reclamação, através da ampliação dos limites de indemnização e prolongamentos dos períodos de reclamação para além do estipulado no contrato de aquisição. O que se mostra igualmente vantajoso para a manutenção de uma boa relação empresarial entre o vendedor e o comprador num plano pós-aquisição.

Importa, contudo, realçar que a adoção deste seguro se mostra particularmente vantajosa nas transações com valores expressivos. De acordo com um estudo realizado no mercado europeu<sup>90</sup>, o seguro de R&W foi adquirido em cerca de 47% das transações com um valor superior a cem milhões de euros, no ano de 2023, o que revela uma ligeira redução comparativamente aos valores registados no ano de 2022 (58%). Houve, contudo,

---

<sup>88</sup> Vd. FILIPE SANTOS BARATA, *op. cit.* p. 3.

<sup>89</sup> MARGARIDA LIMA REGO, “*Contrato de seguro e terceiros: estudo de direito civil*”, 1ª ed., Coimbra Editora, p. 809.

<sup>90</sup> CMS European M&A Study 2024, p. 57 e CMS European M&A Study 2024, p. 53.

um aumento correspondente de 11% quanto às transações de média dimensão, situadas entre os vinte e cinco milhões de euros e os cem milhões de euros, tendo o seguro sido adquirido em 38% das transações, face aos 27% registados em 2022, o que também se tinha verificado no ano de 2021. Quanto às pequenas transações, o custo do prémio pode não justificar a adoção do seguro de R&W, pelo que este continua a ter pouca expressão, tendo sido registado apenas em 4% das transações de 2023, uma redução de 1% face aos valores de 2022 (5%).

## **VI. A oferta do seguro de *Representations & Warranties* pelos seguradores – a problemática da *adverse selection* e do *moral hazard***

Em primeiro lugar e de forma simples, é fácil concluir que os seguradores optam por oferecer apólices de R&W porque este é um negócio lucrativo, já que a ocorrência de sinistros não se revela tão frequente como se antecipava inicialmente, e dentro dos que ocorrem, estes são tipicamente regularizados dentro dos limites das franquias. Para além do mais, com base nos dados analisados em cada sinistro, os seguradores são capazes de determinar o risco médio associado a cada transação<sup>91</sup>.

Contudo, também na relação entre o segurador, o tomador do seguro, o segurado e o beneficiário, existe, tal como em qualquer seguro, um problema de assimetria informativa, já que, a informação relevante para determinar o risco concreto de uma transação, reside do lado do tomador-segurado, quanto aos seguros por conta própria, ou ainda do lado do segurado e do beneficiário, quanto aos seguros por conta de outrem, limitando-se o segurador a analisar a informação que lhe é disponibilizada. Esta assimetria informativa pode assim revelar dois tipos de problemas, transversais ao mundo segurador, a seleção adversa (*adverse selection*) e ao risco moral (*moral hazard*).

---

<sup>91</sup> Vd. SEAN J. GRIFITH, *op. cit.*, pp. 1909 - 1910.

## 1. *Adverse selection*

A problemática da seleção adversa<sup>92</sup> apresenta-se como uma decorrência da assimetria informativa no âmbito dos “bens de experiência”, que se revestem, para uma das partes, de uma relativa margem de incerteza. No âmbito dos contratos de seguro, é o risco contratualmente aceite pelo segurador que assume este carácter de “bens de experiência”, pelo que a seleção adversa resulta da incapacidade, para o segurador, de conhecer rigorosamente o grau de risco associado a cada contrato e de o tarifar segundo classes homogêneas de risco, o que se traduz na aplicação de um prémio correspondente a um risco médio para a generalidade dos contratos. É assim entendido que o fenómeno da seleção adversa se reconduz a uma situação em que o tomador do seguro ou o segurado têm uma vantagem sobre a entidade seguradora, ao dispor de informação relevante sobre o risco que se pretende transferir, que utilizam a seu favor na contratação do seguro, o que pode parecer indicar que o Seguro de R&W seja apenas procurado para os negócios mais arriscados<sup>93</sup>.

Contudo, importa notar que no contexto segurador a aplicação deste fenómeno deve ser feita com algumas reservas. Primeiramente, num contexto de plena aleatoriedade, a probabilidade de ocorrência do sinistro não é naturalmente previsível, nem para o tomador do seguro, nem para o segurado. Em segundo lugar, embora o tomador do seguro e o segurado possam estar cientes de determinadas circunstâncias caracterizadoras do risco contratualmente transferido, é o segurador que detém o domínio do cálculo do custo desse risco, isto é, do prémio, pelo que é lhe impossível determinar se o valor que lhe é proposto é proporcional ao risco assumido pelo segurador. Por último, é ainda relevante salientar que existe uma tendencial aversão humana ao risco, pelo que a predisposição dos indivíduos para contratarem seguros é somente um indicador de um perfil psicológico de elevada prudência e aversão ao risco e não necessariamente um indicador certo de que estão cientes de representarem um risco elevado e de que pretendem efetivamente tirar proveito da assimetria informativa que os favorece<sup>94</sup>.

---

<sup>92</sup> Como explica LUÍS POÇAS, *op. cit.*, pp. 138 – 139, “*A seleção adversa dá-se, nomeadamente, quando um dos parceiros negociais «oferece condições contratuais medianas que afastam os melhores parceiros potenciais – aqueles que, conhecendo as suas próprias características e julgando-se acima da mediana, consideram desvantajosas as condições propostas. Sucede que as condições iniciais já não são medianas para a “metade pior” que subsiste, e isso aconselhará uma degradação das condições contratuais oferecidas, e assim sucessivamente, até por fim as condições serem aceitáveis apenas pelo pior dos potenciais parceiros contratuais, o último com quem inicialmente haveria a intenção de contratar.*”

<sup>93</sup> ANGELO BORSELLI, *op. cit.*, p. 212.

<sup>94</sup> LUÍS POÇAS, *op. cit.*, pp. 141 – 142.

Podemos assim concluir que, “quanto maior a margem de aleatoriedade do contrato (ou, no contrato de seguro, quanto maior a imprevisibilidade, para o segurado, da ocorrência do risco seguro e, portanto, da obtenção da prestação patrimonial do segurador) menor o efeito de seleção adversa”<sup>95</sup>. Tendo em consideração que a seleção adversa decorre da assimetria informativa que se verifica entre as partes este fenómeno pode, em parte, ser resolvido através da consagração de um dever legal de declaração do risco e à sanção do respetivo incumprimento.

A resposta das entidades seguradoras perante este problema passa assim pela seleção do risco, existindo, como analisado anteriormente, riscos que não serão cobertos pela apólice. Por outro lado, a própria estrutura do Seguro de R&W também parece atenuar o risco de seleção adversa, na medida em que os riscos que já são conhecidos pelas partes, antes ou durante o processo de *due diligence* são excluídos da cobertura. Assim, tendo em conta que os riscos cobertos são apenas os riscos puramente desconhecidos quer pelo segurador, quer pelas partes na transação, é possível atenuar a assimetria informativa existente nesta relação tripartida.

## **2. Moral Hazard**

No que respeita ao risco moral (*moral hazard*), este corresponde a um termo utilizado na indústria dos seguros para descrever uma situação em que a decisão de contratar um seguro induz o tomador do seguro e o segurado a agir de um modo menos prudente, por terem menos incentivos para evitar danos ou perdas, uma vez que serão compensados nos termos contratados na apólice. Sendo apenas coberto pela apólice os riscos desconhecidos, as partes podem procurar evitar ativamente a descoberta de informações, nomeadamente durante o processo de *due diligence* dado que, uma vez reveladas, não seriam cobertas<sup>96</sup>.

Com o intuito de ultrapassar este problema são assim utilizados pelos seguradores diversas estratégias *ex ante*, como a estipulação de limites de cobertura, de exclusões e de franquias. Aquando da avaliação inicial do risco há também uma supervisão do processo de *due diligence*, através da análise dos relatórios efetuados pelas partes e dos documentos subjacentes, podendo ainda ser colocadas questões adicionais aos

---

<sup>95</sup> LUÍS POÇAS, *op. cit.*, p. 142.

<sup>96</sup> SEAN J. GRIFITH, *op. cit.*, p. 1912.

intervenientes na transação, sendo que, caso sejam detetadas falhas nos relatórios elaborados, ou eventuais riscos adicionais que o segurador não pretende cobrir, pode aumentar o leque de exclusões da apólice. Por fim, o facto de não ser igualmente conferida cobertura aos riscos conhecidos pelos *deal team members*, procura impedir que as partes conpirem com os seus representantes para ocultar informação relevante ao segurador. São estas potenciais exclusões que, de certo modo, asseguram as entidades seguradoras de que as partes se mantêm efetivamente envolvidas na contratação do seguro<sup>97</sup>.

É ainda comum que as entidades seguradoras se protejam através da inclusão de cláusulas de sub-rogação, típicas nos contratos de seguros, que possibilitam que o segurador transfira o risco *ex post* para o vendedor, o que pode criar incentivos *ex tante* para que as partes transmitam apenas informação verdadeira e completa ao segurador<sup>98</sup>.

Por último, a proteção das entidades seguradoras pode passar por uma “*diversificação ainda dentro do conjunto dos sujeitos expostos aos riscos próprios do mercado de seguros, através do co-seguro e/ou do resseguro*”<sup>99</sup>. No caso do co-seguro, previsto no artigo 62.º e seguintes do RJCS, estamos perante um contrato de seguro único (uma única apólice emitida pelo segurador líder), em que a cobertura de um mesmo risco do tomador-segurado, é oferecida por um conjunto de seguradores (os cosseguradores), que apresentam as mesmas garantias e idêntico período de duração e com um prémio global. Assim, cada um dos cosseguradores será responsável por uma quota-parte do risco assumido ou pela quota parte do capital seguro, tendo recebido também uma parcela do prémio proporcional. A possibilidade de repartir o risco por um conjunto de seguradores, pode ser particularmente útil nos casos de grandes riscos ou riscos novos, que dificilmente seriam cobertos por um único segurador, permite que haja também uma repartição das perdas significativas. Existe, deste modo, uma distribuição horizontal do risco entre os vários seguradores, que mantêm uma relação direta, com o tomador do seguro, coexistindo uma pluralidade de vínculos autónomos com o tomador do seguro<sup>100</sup>.

No caso do resseguro, previsto no artigo 72.º e seguintes da RJCS, estamos perante a cobertura de riscos assumidos por um segurador (ou ressegurador) por um ressegurador,

---

<sup>97</sup> SEAN J. GRIFITH, *op. cit.*, pp. 1912 – 1913.

<sup>98</sup> SEAN J. GRIFITH, *op. cit.*, p. 1916.

<sup>99</sup> MARIA INÊS DE OLIVEIRA, *Contrato de seguro e conduta dos sujeitos ligados ao risco*, Almedina, 2018., p. 109.

<sup>100</sup> MARIA ELISABETE RAMOS, *O Contrato de Seguro entre a liberdade contratual e o tipo*, Almedina, Coimbra, 2021., p. 84.

estabelecendo-se entre estes um vínculo contratual – face ao qual o tomador do seguro permanecerá como um terceiro<sup>101</sup>. Neste caso, estamos perante uma forma de distribuição vertical do risco em que o segurador que aceitou a cobertura do risco o cede a outro segurador ou ressegurador, inexistindo, nesta hipótese, uma relação contratual entre o tomador do seguro e o ressegurador<sup>102</sup>.

---

<sup>101</sup> MARIA INÊS DE OLIVEIRA, *op. cit.*, 2018, p. 109.

<sup>102</sup> MARIA ELISABETE RAMOS, *op. cit.*, p. 85.

## VII. Conclusão

Nos últimos anos, o seguro de declarações e garantias tornou-se um instrumento de gestão de riscos cada vez mais popular nas transações de M&A com valores expressivos, podendo este crescimento pode ser atribuído a uma multiplicidade de fatores.

Em primeiro lugar, este é um seguro que pode trazer diversas vantagens para o comprador e para o vendedor, reduzindo a extensão das suas negociações relativamente a mecanismos contratuais de proteção inseridos no contrato de aquisição, e proporcionando uma transação mais célere. A contratação deste seguro permite, deste modo, constituir uma rede de segurança para as partes envolvidas na transação, o que se demonstra particularmente relevante principalmente nas transações transfronteiriças, em que as diferenças nos regimes jurídicos podem aumentar o risco de reclamações.

O aumento dos fundos de *private equity* e de outros investidores financeiros foram também outro fator que contribuiu para o crescimento da contratação deste seguro, ao permitir que estes investidores, com um horizonte de investimento mais curto, obtenham uma maior segurança relativamente a potenciais responsabilidades num contexto pós-venda, permitindo que se concentrem somente na sua estratégia de investimento e tenham uma *clean exit*.

Apesar do seguro de R&W ainda não ser amplamente utilizado em Portugal, bem como no resto da Europa, continuando a optar-se pela utilização dos mecanismos de proteção tradicionais estipulados no contrato de aquisição, esta é uma realidade que tem vindo progressivamente a expandir-se. Nos Estados Unidos da América, o seguro de R&W já é contratado para cerca de 40% das transações, enquanto no mercado europeu a liderança é ocupada pelo Reino Unido, onde o seguro é contratado para cerca de 30% das transações no ano de 2023<sup>103</sup>.

Pelo exposto é perceptível a grande utilidade do Seguro de R&W e a sua inevitável expansão no mercado segurador, principalmente nas transações de média e grande dimensão, pelo que, nestes casos, poderá efetivamente ser uma alternativa à adoção de mecanismos tradicionais. Contudo, o mesmo não se poderá dizer quanto às transações de pequena dimensão em que, o custo do prémio não parece justificar a adoção do seguro de R&W.

---

<sup>103</sup> CMS European M&A Study 2024, p. 56.

## BIBLIOGRAFIA

ADAMEK, MARCELO VIEIRA VON / CONTI, ANDRÉ NUNES / FERRIGNO, GIULIA – «O Seguro W&I (*Warranties and Indemnities*) em Operações de M&A no Brasil», AA.VV. *Fusões e Aquisições (M&A)*, Quartier Latin, 1.ª Ed., 2022.

ANTUNES, JOSÉ A. ENGRÁCIA – «A empresa como objecto de negócios – “Asset Deals” versus “Share Deals”», *Revista da Ordem dos Advogados*, vol. 2/3, n.º 68, 2008.

BARROCAS, MANUEL PEREIRA – «Estrutura contratual anglo-saxónica versus direito civil: um caso típico da diferença», *Revista da Ordem dos Advogados*, ano 56, vol. III, 1996.

BLACK, HENRY CAMPBELL – *Black's Law Dictionary with Pronunciations*, 6ª ed., West Group, Minnesota, 1990.

BORSELLI, ANGELO – «Insurance in M&A Transactions», *The Governance of Insurance Undertakings. AIDA Europe Research Series on Insurance Law and Regulation*, vol. 6, 2022.

CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES – *Direito dos Seguros*, Almedina, Coimbra, 2013.

DIAS, JOANA PEREIRA – «Contributo para o estudo dos actuais paradigmas das cláusulas de garantia e/ou segurança *pari passu*, a *negative pledge* e a *cross default*», AA.VV. *Estudos em homenagem ao Professor Doutor Inocêncio Galvão Telles*, vol. IV – *Novos Estudos de Direito Privado*, Almedina, Coimbra, 2003.

GOLDBERG, VICTOR P – «The Devil Made Me Do It: The Corporate Purchase of Insurance», *Columbia Law School Review of Law and Economics*, vol. 5, 2009.

GOMES, JOSÉ FERREIRA – *M&A – Aquisição de Empresas e de Participações Sociais*, AAFDL, Lisboa, 2ª Reimpressão da Ed. de fevereiro de 2022, 2023.

GRIFITH, SEAN J. – «Deal Insurance: Representations and warranties Insurance in Mergers and Acquisitions», *Minnesota Law Review 1839, Fordham Law Legal Studies Research Paper*, 2020.

MARTINS, MARIA INÊS DE OLIVEIRA – «Entre a avaliação inicial do risco e o regime do seu agravamento subsequente: a distribuição de riscos de desconhecimento no contrato de seguro», *Julgar*, n.º 43, Jan./Abr. 2021.

– *Contrato de seguro e conduta dos sujeitos ligados ao risco*, Almedina, 2018.

PIRES, CATARINA MONTEIRO – *Aquisição de Empresas e de Participações Acionistas – Problemas e Litígios*, Almedina, Coimbra, 2018.

POÇAS, LUÍS – *O dever de declaração inicial do risco no contrato de seguro*, Almedina, Coimbra, 2013.

RAMOS, MARIA ELISABETE, *O Contrato de Seguro entre a liberdade contratual e o tipo*, Almedina, Coimbra, 2021.

REGO, MARGARIDA LIMA – *Contrato de seguro e terceiros: estudo de direito civil*, 1.ª Ed., Coimbra Editora, Coimbra, 2010.

RUSSO, FÁBIO CASTRO – «Das cláusulas de garantia nos contratos de compra e venda de participações sociais», *Direito das Sociedades em Revista*, ano 2, vol. 4, 2010.

– «Due diligence e responsabilidade», AA.VV., *I Congresso Direito das Sociedades em Revista*, Almedina, Coimbra, 2011.

SANCAK, ZAHIDE ALTUNBAŞ – «Warranty & Indemnity Insurance in Mergers and Acquisitions Transaction», in *Contextualising Insurance Contracts: Interactions with Various Fields of Law' Extended Abstracts Book*, 2023.

SEAMAN, SCOTT M. / SELBY, JUIITH A. – «A Review of Emerging Trends in Mergers & Acquisitions and Representations & Warranties Insurance», *A commentary article reprinted from the April 1, 2021 issue of MEALEY'S Emerging Insurance Disputes*, issue of vol. 26., n.º 7, 2021.

### **Informação disponível em páginas eletrónicas:**

BARATA, FILIPE SANTOS – «O seguro de Representations & Warranties e a aquisição de empresas», *Análises GA&P*, dezembro de 2016, <https://www.gap.com/publicaciones/o-seguro-de-representations-warranties-e-a-aquisicao-de-empresas/> [consultado no dia 27.03.2024].

BARRETO, MAFALDA – «O Seguro de Representations & Warranties R&W)», in *ADVOCATUS (online)*, 13 de abril de 2023, disponível em: <https://eco.sapo.pt/opiniaio/o-seguro-de-representations-warranties-rw-um-facilitador-das-transacoes-de-ma/> [consultado em 27.03.2024]

CHAPMAN, JEFFREY / WHALEN, JONATHAN, BODURIAN, BENJAMIN – «Representations and Warranties Insurance in M&A Transaction», *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 11 de dezembro de 2017, disponível em: <https://corpgov.law.harvard.edu/2017/12/11/representations-and-warranties-insurance-in-ma-transactions/> [consultado em 27.03.2024].

LORENA, SEBASTIÃO – «A exclusão de known matters nos seguros de W&», in *ADVOCATUS (ONLINE)*, 19 de junho de 2023, disponível em: <https://eco.sapo.pt/opiniaio/a-exclusao-de-known-matters-nos-seguros-de-wi/> [consultado no dia 27.03.2024].

– «Benefícios imediatos das soluções de seguro de W&I nas transações de M&A», in *ADVOCATUS (online)*, 7 de março de 2022, disponível em: <https://eco.sapo.pt/opiniao/beneficios-imediatos-das-solucoes-de-seguro-de-wi-nas-transacoes-de-mampa/> [consultado no dia 27.03.2024].

– «M&A, apólices de seguros e responsabilidade», in *ADVOCATUS (online)*, 2 de novembro de 2022, disponível em: <https://eco.sapo.pt/opiniao/ma-apolices-de-seguros-e-responsabilidade/> [consultado no dia 27.03.2024].

MARTINS, SOFIA / EREIO, JOANA TORRES / VALÉRIO, JOÃO VILHENA – «Guia sobre o Novo Regime Jurídico do Contrato de Seguro», *Uria Menéndez*, 2008, disponível em:

[https://www.uria.com/documentos/publicaciones/2879/documento/GuiaUM1.pdf?id=2926\\_pt&forceDownload=true](https://www.uria.com/documentos/publicaciones/2879/documento/GuiaUM1.pdf?id=2926_pt&forceDownload=true) [consultado no dia 27.03.2024].

TAYLOR, MATT / PORTER, HOLLY – «Synthetic Insurance – A way forward in aPp difficult market?», *Clifford Chance Briefings*, 28 de junho de 2023, disponível em: <https://www.cliffordchance.com/briefings/2023/06/synthetic-w-i-insurance---a-way-forward-in-a-difficult-market-.html> [consultado no dia 27.03.2024].

CMS European M&A Study 2023, disponível em: <https://cms.law/en/fra/news-information/cms-european-m-a-study-2023> [consultado no dia 27.03.2024]

CMS European M&A Study 2024, disponível em: <https://cms.law/en/int/publication/cms-european-m-a-study-2024> [consultado no dia 27.03.2024].