



UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

A due diligence e a proteção do adquirente no âmbito dos *share deals*

Ricardo Manuel Costa Miranda Cardoso de Menezes

Mestrado em Direito

Faculdade de Direito | Escola do Porto

2023



UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

A due diligence e a proteção do adquirente no âmbito dos *share deals*

Ricardo Manuel Costa Miranda Cardoso de Menezes

Orientador: Maria de Fátima Silva Ribeiro

Mestrado em Direito

Faculdade de Direito | Escola do Porto

2023

À memória do meu bisavô Manuel,
primeiro jurista da família.

À memória das minhas avós.

“Overall, the due diligence process, when done properly, can be tedious, frustrating, time consuming, and expensive. Yet it is a necessary prerequisite to a well-planned acquisition, and it can be quite informative and revealing in its analysis of the target company and its measures of the costs and risks associated with the transaction”.

(Andrew J. Sherman e Milledge A. Hart, *Mergers and Acquisitions from A to Z*, 2.^a ed., New York: Amacom, 2006, p. 64)

Resumo

No contexto das operações de transmissão de empresas, a realização de uma *due diligence* pelo potencial adquirente, na fase de negociação que antecede a celebração do negócio, corresponde a uma etapa cada vez mais comum. No entanto, e apesar do seu carácter eminentemente prático, esta figura tem suscitado o interesse da doutrina, que tem vindo a colocar diversas questões sobre esta operação de recolha e análise de informação e, em particular, quanto ao seu enquadramento jurídico. Com o presente trabalho, procurámos oferecer uma resposta a algumas dessas questões, e em especial determinar, por um lado, em que medida é que a administração de uma sociedade que pretenda adquirir uma empresa estaria sujeita ao dever de promover a realização de uma *due diligence* antes da conclusão do negócio e, por outro lado, se se poderia qualificar a realização de uma auditoria legal como um ónus jurídico que recairia sobre a própria sociedade adquirente. Para isso, procedemos a uma análise das principais funções e finalidades tipicamente desempenhadas pela auditoria legal, designadamente quanto ao cumprimento do ónus de autoinformação do adquirente, e à determinação do âmbito e da amplitude dos deveres de informação do alienante. Apesar de essa análise nos ter demonstrado que a realização de uma *due diligence* assumirá um papel de grande relevo para a tutela da posição do adquirente no contexto da transmissão de empresas, concluímos que, por um lado, a afirmação da existência de um dever de realização de uma auditoria legal pela administração da sociedade adquirente dependerá, necessariamente, das circunstâncias de cada caso e, por outro lado, que ao contrário do que tem sido defendido pela doutrina e pela jurisprudência maioritárias, não se deverá qualificar a realização de uma *due diligence* como verdadeiro ónus jurídico que recai sobre quem pretenda adquirir uma empresa.

Palavras-chave: aquisição de empresas; *share deals*; *due diligence*; deveres de informação; dever de cuidado dos administradores.

Abstract

The existence of a due diligence process conducted by the potential buyer in the negotiation phase preceding the acquisition of a company has become an increasingly common stage within the context of these types of transactions. However, and despite its eminently practical nature, this figure has generated interest and raised questions among legal scholars regarding, in particular, the legal framework applicable to it. The present thesis seeks to offer an answer to some of these questions, and, in particular, to determine, on the one hand, the extent to which the board of directors of a company intending to acquire another company is subject to the duty to carry out a due diligence investigation before concluding the transaction and, on the other hand, whether the performance of such an investigation could be classified as a legal burden that falls on the acquiring company itself. For those purposes, we have analysed the main functions and purposes typically pursued within the context of a legal due diligence, namely in what concerns the purchaser's self-information burden and the determination of the scope and extent of the seller's information duties. While our analysis showed that a due diligence investigation may play a crucial role in protecting the buyer's position within the acquisition of companies, we have concluded that, on the one hand, the assertion of the existence of a legal obligation of the board of directors of the acquiring company to carry out due diligence will necessarily depend on the circumstances of each case and that, on the other hand, contrary to what has been advocated by the majority of the legal scholars and case law, the performance of a due diligence should not be qualified as a true legal burden on the potential acquirers of a company.

Keywords: company acquisitions; share deals; due diligence; information duties; company directors' duty of care.

Índice

Resumo	6
Abstract.....	7
Advertência.....	9
Lista de siglas e abreviaturas	10
1. Introdução.....	12
2. Os <i>share deals</i>	14
2.1. A transmissão de participações sociais como forma de transmissão indireta da empresa.....	14
2.2. Especificidades do processo negocial	17
3. A <i>due diligence</i> no âmbito dos <i>share deals</i>	20
3.1. Âmbito material e funções.....	20
3.2. A prestação de informação no âmbito de uma <i>due diligence</i>	24
4. A <i>due diligence</i> e o dever de cuidado da administração da sociedade adquirente	31
5. A qualificação jurídica da <i>due diligence</i>	39
6. Conclusões.....	41
Bibliografia.....	43

Advertência

Na presente dissertação, as citações das obras consultadas serão indicadas em nota de rodapé, de acordo com o sistema “autor, data, página”. A data referida em cada indicação corresponderá à data da edição da obra citada que tenhamos consultado. Quando tenham sido consultadas reimpressões de uma mesma edição, faremos essa referência na Bibliografia final, identificando o respectivo ano de reimpressão.

Caso seja citado mais do que um texto que possua o mesmo autor e a mesma data de publicação, será acrescentada uma letra à data do texto, de modo a facilitar a distinção (por exemplo, “2007a” e “2007b”).

As referências completas das fontes citadas ao longo do presente trabalho serão apresentadas na Bibliografia.

Lista de siglas e abreviaturas

al. / als. – alínea / alíneas

art. / arts. – artigo / artigos

CC – Código Civil, Decreto-Lei n.º 47344/66, de 25 de novembro, mais recentemente alterado pela Lei n.º 3/2023, de 16 de janeiro

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

CSC – Código das Sociedades Comerciais, Decreto-Lei n.º 262/86, de 2 de setembro, mais recentemente alterado pela Lei n.º 9/2022, de 11 de janeiro

DD – Due diligence

ed. – edição

loc. cit. – loco citato (no lugar citado)

n. – nota

n.º – número

NRAU – Novo Regime do Arrendamento Urbano, Lei n.º 6/2006 de 27 de fevereiro, mais recentemente alterada pela Lei n.º 2/2020, de 31 de março.

p. / pp. – página / páginas

S.l. – *sine loco*

ss. – seguintes

STJ – Supremo Tribunal de Justiça

TRC – Tribunal da Relação de Coimbra

TRE – Tribunal da Relação de Évora

TRL – Tribunal da Relação de Lisboa

TRP – Tribunal da Relação do Porto

v. – ver

Vol. / Vols. – Volume / Volumes

1. Introdução

A realização de uma *due diligence*¹ corresponde a uma etapa cada vez mais frequente no âmbito das operações de transmissão de empresas² e que, apesar de corresponder a uma realidade eminentemente prática, tem levantado questões no âmbito da doutrina jurídica³. Com o presente trabalho, procuraremos oferecer uma resposta a algumas dessas questões.

Nesse sentido, procederemos, em primeiro lugar, a uma análise do fenómeno dos *share deals* em geral, ou seja, dos negócios sobre participações sociais, enquanto principal forma de transmissão de empresas na atualidade^{4,5}.

De seguida, avançaremos para um estudo mais aprofundado da *DD*, procurando determinar o seu âmbito material típico e as funções e finalidades que se associam à sua realização no âmbito da transmissão indireta de uma empresa.

Procederemos, também, a uma análise do relevo deste processo, não só para o cumprimento do ónus de autoinformação do adquirente, como também para a determinação do âmbito e da amplitude dos deveres de informação do alienante, atendendo, em particular, à especificidade de, nos *share deals*, estarem em causa informações relativas, não a qualquer uma das partes do negócio, mas sim a uma outra pessoa jurídica – a sociedade cujas participações serão transmitidas.

¹ Utilizaremos, doravante, também a abreviatura *DD*.

² Assim, entre outros, FÁBIO RUSSO, 2011, pp. 13-14, ou JOSÉ FERREIRA GOMES, 2022, p. 199.

³ V., nesse sentido, a título de exemplo ENGRÁCIA ANTUNES, 2008, p. 754 ou FÁBIO RUSSO, 2011, pp. 13-14.

⁴ Como refere expressivamente RICARDO COSTA, 2007a, p. 511, “[...] hoje praticamente não se trespassam empresas. Antes se transmitem as participações de domínio ou de controlo das sociedades que exploram as empresas”. O “sucesso” dos *share deals* na prática negocial explica-se, por um lado, pelas vantagens que este modelo proporciona, por comparação com as formas diretas de transmissão da empresa, como apontam, entre outros, JOSÉ FERREIRA GOMES, 2022, pp. 33-35, e JORGE SIMÕES CORTEZ, 2022, pp. 32-34, n. (5), e, por outro lado, como nota ENGRÁCIA ANTUNES, 2002, pp. 31-49, pelo facto de ao longo do último século a própria estrutura jurídica da exploração de empresas se ter transformado, abandonando-se o paradigma da empresa explorada por pessoas singulares em favor do modelo da empresa explorada por pessoas jurídicas e em especial, por sociedades comerciais. Para um balanço das vantagens e desvantagens das formas diretas e indiretas de transmissão da empresa, v., PATRICK A. GAUGHAN, 2017, pp. 24-28.

⁵ Importa notar, desde já, que teremos apenas em conta os negócios sobre participações sociais de sociedades de capitais (sociedades por quotas e em especial, sociedades anónimas) “fechadas”, não sendo abordadas questões relativas à transmissão de ações de sociedades cotadas, de sociedades civis ou de sociedades comerciais de outros tipos. Também não teremos em conta os problemas que se levantem a propósito de transmissões *mortis causa* de participações sociais.

Para além disso, procuraremos determinar se, atendendo ao impacto que a realização de uma *DD* poderá ter na modelação dos regimes tipicamente convocados para proteger o adquirente no âmbito dos *share deals* (destacando-se, em particular, os regimes da *culpa in contrahendo* e da compra e venda de bens onerados e de coisas defeituosas), os administradores de uma sociedade que pretenda adquirir uma empresa por esta via terão, por força do dever geral de cuidado que sobre eles impende, a obrigação de promover, antes da celebração do negócio, a realização de uma auditoria à sociedade cujas participações serão transmitidas.

Por fim, uma vez concluído este percurso, realizaremos uma breve análise ao enquadramento jurídico desta figura e, em especial, à sua qualificação como ónus do comprador pela doutrina e pela jurisprudência maioritárias.

2. Os *share deals*

2.1. A transmissão de participações sociais como forma de transmissão indireta da empresa

São diversos os mecanismos pelos quais se pode proceder à transmissão de uma empresa^{6,7}. De todo o modo, a doutrina e a jurisprudência têm reconduzido essas múltiplas possibilidades de negociação sobre o estabelecimento comercial a duas categorias fundamentais: *asset deals* e *share deals*.⁸

Sumariamente, no primeiro caso estarão em causa hipóteses em que se procede à transmissão direta da titularidade jurídica da própria empresa enquanto unidade jurídico-económica, de forma temporária ou definitiva⁹. Já no segundo caso estarão em causa negócios que têm por objeto imediato participações sociais que permitam ao seu adquirente ser investido numa posição de domínio sobre uma sociedade comercial titular

⁶ A determinação do conceito de empresa trata-se de uma verdadeira *vexata quaestio*, no âmbito do Direito Comercial, que não temos a ambição de resolver com a elaboração deste trabalho. Ainda assim, situando-se o objeto desta dissertação no âmbito da temática da aquisição de empresas, é conveniente que se proceda, desde já, a algumas clarificações sobre alguns conceitos fundamentais. Muito embora tenhamos consciência de que são várias as aceções jurídicas elencadas pela doutrina quanto ao conceito de empresa, ao longo do presente trabalho utilizaremos este conceito na sua aceção objetiva, seguindo, para estes efeitos, e sem proceder a desenvolvimentos quanto a esta matéria que não poderão ter aqui lugar por razões de economia, a definição proposta por MARIANA FONTES DA COSTA, 2017, p. 37, de acordo com a qual a empresa se caracteriza por “[...] consistir numa organização intencional de meios (pessoas e bens), apta à promoção do exercício relativamente estável e autónomo de uma atividade de produção de um resultado consubstanciador de valor económico próprio suscetível de troca no mercado, predominantemente com finalidade lucrativa”. Por outro lado, cabe também assinalar, desde já, que tomaremos por equivalentes os conceitos de empresa, na sua aceção objetiva, e de estabelecimento comercial, subscrevendo integralmente, quanto a este ponto, a posição de COUTINHO DE ABREU, 2022, pp. 207-212.

⁷ Enumerando diferentes formas de negociação e alienação do estabelecimento comercial incluindo, a esse nível, algumas operações de Direito Societário, v., entre outros, SOVERAL MARTINS, 2007, pp. 415-438, e ENGRÁCIA ANTUNES, 2008, pp. 717-744.

⁸ Sobre esta distinção destacam-se ENGRÁCIA ANTUNES, 2008, pp. 715-793, e JOSÉ FERREIRA GOMES, 2022, pp. 33-63. Na jurisprudência destaca-se, quanto a esta matéria, o acórdão do STJ de 26/11/2014 (processo n.º 282/04.9TB AVR.C2.S1). Este acórdão, bem como as demais decisões de tribunais portugueses que sejam citadas sem indicação expressa da sua fonte ao longo deste trabalho, encontra-se disponível em <http://www.dgsi.pt/>.

⁹ Se, tipicamente, a transmissão definitiva do estabelecimento ocorrerá a título de trespasse e a transmissão temporária ocorrerá a título de locação do estabelecimento, são muitos outros, como lembra ENGRÁCIA ANTUNES, 2008, pp. 722-723, os mecanismos negociais de que as partes se podem servir para estes efeitos. Tendo em conta o carácter deste trabalho e o facto de o seu objeto se encontrar mais diretamente relacionado com os *share deals*, limitamo-nos a remeter, no que respeita aos negócios de transmissão direta do estabelecimento comercial em geral, para os estudos de ORLANDO DE CARVALHO, 1967, em especial pp. 351-686, e, mais recentemente, de GRAVATO MORAIS, 2005, em especial pp. 77-154.

de uma empresa (sociedade essa que é denominada, na gíria, de *target*¹⁰) e, desse modo, obter o controlo sobre a atividade dessa mesma empresa.¹¹

Se a distinção entre *share deals* e *asset deals* pode ser enquadrada, de forma simples (ainda que breve), nos termos em que o fizemos, mais problemática é a questão de determinar em que hipóteses é que uma transmissão de participações sociais poderá ser equiparada a uma transmissão de empresa, nomeadamente para efeitos de tutela do adquirente¹².

Hoje, a maioria da doutrina portuguesa aceita a equiparação entre *share deals* e *asset deals*, aderindo ao entendimento que FERRER CORREIA e ALMENO DE SÁ sustentavam já em 1993: saber se se quis “[...] tão-só a aquisição de direitos de participação ou se, para além disso, se pretendeu, através da compra de tais direitos, a compra da empresa [...] são questões que só podem ser adequadamente decididas com base na interpretação do contrato [...]”¹³.

¹⁰ Utilizando esta expressão com este sentido em Portugal, v., entre outros, JÉSSICA FERREIRA, 2018, p. 170, e RITA CUNHA, 2020, p. 274. Utilizaremos também a expressão “sociedade-alvo” com o mesmo significado.

¹¹ Expondo de forma breve os termos desta distinção, v., entre outros, ENGRÁCIA ANTUNES, 2008, p. 723. Note-se que, apesar de ser com este sentido que usaremos os termos *asset deal* e *share deal* ao longo deste trabalho, estas expressões, como refere o mesmo autor, *ibidem*, p. 718, n. (7), adquirem significados diferentes nas obras de diferentes juristas, havendo quem considere que a primeira expressão abrange também os negócios que tenham por objeto apenas partes da empresa ou até elementos empresariais avulsos (v., por exemplo, JOSÉ FERREIRA GOMES, 2022, pp. 33, 34 e 36), e que a segunda expressão inclui negócios de mera transmissão de participações sociais que não tenham em vista a transmissão da empresa detida pelo *target*.

¹² Como aponta COUTINHO DE ABREU, 1996, pp. 344-345, esta equiparação não será absoluta, sendo estabelecida apenas para determinados efeitos, tais como a aplicação do regime da compra e venda de bens onerados ou de coisas defeituosas, do regime previsto atualmente no art. 1112.º, n.º 4 do CC quanto ao direito de preferência do senhorio sobre o estabelecimento, ou quanto à existência de uma obrigação de não concorrência para o alienante quando se transmita a empresa (v. o mesmo autor, *ibidem*, pp. 349-358). No mesmo sentido, ISABEL PEIXOTO PEREIRA, 2009, pp. 71-74.

¹³ FERRER CORREIA e ALMENO DE SÁ, 1995, p. 271. Seguindo claramente esta perspetiva, v., na doutrina, entre outros CALVÃO DA SILVA, 1996, pp. 177-179, ENGRÁCIA ANTUNES, 2008, pp. 731-734, ou JOSÉ FERREIRA GOMES, 2022, p. 51. Se, como dissemos, o reconhecimento da equiparação entre *share deals* e *asset deals* é hoje amplamente maioritário na doutrina, o critério seguido para esses efeitos diverge. Destaca-se, a este propósito, uma posição que defende o enquadramento desta questão no âmbito da desconsideração da personalidade jurídica, figura que permitiria atribuir aos sócios vendedores, nas palavras de COUTINHO DE ABREU, 2021, p. 177, “[...] a venda de um bem que somente à sociedade caberia efetuar”. Seguindo esta posição, v., também, HENRIQUE MESQUITA, 1994, pp. 219-220, e CASSIANO DOS SANTOS, 2007, pp. 304-306. Esta perspetiva encontrou eco, ao nível da jurisprudência, nos acórdãos do STJ de 11/03/2010 (processo n.º 4056/03.6TBGDM.S1), do TRL de 27/06/2006 (processo n.º 2968/2006-1), e do TRC de 15/11/2016 (processo n.º 970/14.1TBCLD.C1). A nossa leitura é, no entanto, diferente. Em nosso entender, o recurso à desconsideração da personalidade jurídica deverá assumir sempre natureza subsidiária, pelo que, estando em causa uma questão que possa ser enquadrada com recurso a “[...] quadros jurídicos mais precisos e rigorosos [...]”, tais como a interpretação do negócio ou até a mera aplicação da

De facto, nem todas as aquisições de participações sociais corresponderão a uma forma de aquisição indireta de uma empresa¹⁴. Assim, revela-se necessário avançar para a interpretação da concreta relação negocial entre as partes e compreender, através de uma análise necessariamente casuística, se, numa determinada hipótese, se encontram verificados pelo menos dois requisitos que se nos afiguram essenciais.

Em primeiro lugar, terá de estar em causa a transmissão de participações que permitam ao adquirente assumir o controlo de gestão da empresa detida pelo *target*¹⁵. De entre os índices relevantes para a determinação das hipóteses em que ocorrerá essa mesma transmissão de controlo, destaca-se, desde logo, a aquisição de participações que lhe atribuam, pelo menos, a maioria dos direitos de voto no âmbito da sociedade-alvo¹⁶.

Com efeito, apesar de existirem autores que, a este nível, salientam a relevância da transmissão de participações que correspondam a uma maioria do capital do *target*¹⁷, não nos parece ser este o melhor critério a seguir. Por um lado, a aquisição de participações maioritárias, ou até da totalidade do capital de uma sociedade, nem sempre se traduzirá na aquisição de uma empresa¹⁸. Por outro lado, verificadas determinadas circunstâncias, a detenção de uma posição minoritária de capital poderá investir o seu titular no domínio da sociedade¹⁹.

Em segundo lugar, assumirá relevo a identificação da concreta vontade das partes subjacente ao negócio celebrado sobre as participações sociais. Através da ponderação de

lei positiva, seria “[...] metodologicamente incorreto recorrer a quadros de pensamento de contornos mais fluidos”, como escreveu eloquentemente BAPTISTA MACHADO, 1982, p. 199. No mesmo sentido v., entre outros, MARIA DE FÁTIMA RIBEIRO, 2009, pp. 125-126, n. (109), e PINTO MONTEIRO e PAULO MOTA PINTO, 2009, p. 706. Sobre a desconsideração da personalidade jurídica em geral, matéria que, pela sua amplitude e complexidade, não poderemos abordar desenvolvidamente neste trabalho, remetemos para MARIA DE FÁTIMA RIBEIRO, *ibidem, passim*, e em especial, pp. 76-350.

¹⁴ PINTO MONTEIRO e PAULO MOTA PINTO, 2009, p. 692.

¹⁵ Seguimos, entre outros, ENGRÁCIA ANTUNES, 2008, pp. 724 e ss., e JOSÉ FERREIRA GOMES, 2022, pp. 52 e ss.

¹⁶ Neste sentido, COUTINHO DE ABREU, 1996, p. 351, n. (911). Sublinhamos, contudo, que este fator assumirá um carácter meramente indiciário. Relevante será que haja lugar a uma transmissão do domínio sobre a sociedade-alvo e, por essa via, do controlo sobre a empresa por ela detida, sendo que, como aponta a este propósito JOSÉ FERREIRA GOMES, 2022, p. 52, o conceito de “transmissão de domínio” não é unívoco. A determinação da existência, ou não, dessa mesma transmissão dependerá, assim, como dissemos, da interpretação do contrato, atendendo a múltiplos critérios.

¹⁷ V., entre outros, PINTO MONTEIRO e PAULO MOTA PINTO, 2009, p. 704.

¹⁸ Remetemos, nomeadamente, para os casos que apontamos *infra*, na n. (21).

¹⁹ Apontando diversos cenários nos quais se poderá verificar a existência de domínio sobre uma sociedade com base numa participação minoritária no capital, v., desenvolvidamente, ENGRÁCIA ANTUNES, 2002, pp. 487-508, em particular, pp. 498 e 505-507.

fatores como as negociações entre as partes ou a própria estrutura do contrato²⁰, deverá averiguar se as partes tinham em vista, com aquele negócio, a transmissão de uma empresa ou se, na verdade, pretendiam apenas realizar uma simples transferência de participações sociais²¹.

Por fim, importa ainda referir que, como sustenta ENGRÁCIA ANTUNES, nesta operação hermenêutica se deverá ter sempre em conta o regime legal aplicável, uma vez que, por vezes, são as próprias normas legais que, para determinados efeitos, estabelecem uma equiparação entre *share deals* e *asset deals*²².

2.2. Especificidades do processo negocial

Como acabámos de referir, o estabelecimento da equiparação entre *asset deals* e *share deals* dependerá, em cada caso, da interpretação da vontade das partes que se encontre vertida no contrato de transmissão das participações sociais de controlo.

Com efeito, determinar se, através de um contrato sobre quotas ou ações, as partes pretenderam, na verdade, transmitir a empresa detida pelo *target*, dependerá da análise de diversos “subsídios interpretativos”²³, entre os quais se inclui o próprio processo negocial que tenha levado à sua celebração²⁴.

Apesar de não existir um modelo único de contratação que seja universalmente seguido ao nível dos *share deals*²⁵, estarão em causa contratos que, conforme reconhece a doutrina, possuem tipicidade social²⁶, pelo que, se não se pode falar da existência de uma estrutura única aplicável a todas as transmissões indiretas de empresas, é possível

²⁰ São dois dos vários exemplos apontados por ENGRÁCIA ANTUNES, 2008, pp. 732-733, e JOSÉ FERREIRA GOMES, 2022, pp. 51-56, de fatores-índice que poderão assumir relevância nesta sede.

²¹ Nomeadamente quando o negócio tenha por objeto a própria estrutura jurídico-societária, sem qualquer empresa associada (*shell company*), traduzindo-se numa “compra de capa” (*mantelkauf*). Sobre a “compra de capa”, v., entre outros, COUTINHO DE ABREU, 1996, p. 351, n. (922), e ENGRÁCIA ANTUNES, 2008, pp. 733, n. (38). Para mais desenvolvimentos sobre as *shell companies*, remetemos para o interessante artigo de DELPHINE NOUGAYREDE, 2022, pp. 347-367.

²² ENGRÁCIA ANTUNES, 2008, pp. 733-734. O autor dá como exemplo o disposto no art. 56.º, al. c) do NRAU.

²³ A expressão é de ENGRÁCIA ANTUNES, 2008, p. 732.

²⁴ Entre outros, PINTO MONTEIRO e PAULO MOTA PINTO, 2009, p. 705, e JOSÉ FERREIRA GOMES, 2022, p. 54.

²⁵ Encontrando-se as partes no âmbito da autonomia privada e sendo livres de conformar o *iter* negocial a seguir, de acordo com uma multiplicidade de fatores, como lembram PAULO CÂMARA e MIGUEL BRITO BASTOS, 2011, p. 19.

²⁶ *Idem, loc. cit.*, e JOSÉ FERREIRA GOMES, 2022, p. 231.

apontar algumas práticas que, neste âmbito, são adotadas com maior frequência pelas partes.

A este propósito, a doutrina refere-se tipicamente a um “modelo analítico” de negociação, no âmbito do qual se podem identificar, como aponta ENGRÁCIA ANTUNES²⁷, três fases essenciais.

As operações de aquisição de empresas iniciam-se, de uma maneira geral, com uma fase preparatória, na qual é frequente a celebração de acordos preliminares entre as partes, que podem assumir as mais variadas feições.²⁸ Segue-se a celebração do contrato de compra e venda propriamente dito, no qual as partes regularão, de forma detalhada e exaustiva, as suas obrigações, prevendo-se também, com muita frequência, cláusulas de declarações e garantias²⁹.

Contudo, a celebração do contrato de compra e venda das participações sociais não corresponde, em regra, à conclusão do processo negocial, uma vez que, por norma, as partes não lhe atribuem efeitos translativos imediatos, sujeitando a produção desses mesmos efeitos à verificação de condições suspensivas (ou à não verificação de condições resolutivas)³⁰. A transferência das participações sociais (e do controlo da empresa), para o adquirente, ocorrerá apenas com a chamada fase de execução, na qual, após a obtenção de um consenso sobre o preenchimento dos requisitos necessários para que se encerre o negócio, as partes procederão ao cumprimento das formalidades necessárias para que haja lugar à produção dos efeitos pretendidos³¹.

Por força da existência destas duas etapas distintas, a primeira relativa à celebração do contrato e a segunda relativa à sua execução, fala-se, neste tipo de

²⁷ ENGRÁCIA ANTUNES, 2008, pp. 747-750. Propondo um elenco alternativo, v. BERNARDO TEIXEIRA DE ABREU, 2013, pp. 223-225.

²⁸ Incluem-se, entre os documentos mais comuns nesta fase, as cartas de intenção, os acordos de base (*heads of agreement*) ou os memorandos de entendimento (*memorandums of understanding*). Sobre a fase do planeamento da compra e venda da empresa, v. JOSÉ FERREIRA GOMES, 2022, pp. 65-76. Quanto à matéria dos acordos preliminares em geral, destacamos os estudos de SANTOS JÚNIOR, 1997, pp. 565-604, ou de MENEZES LEITÃO, 2000, pp. 53-67, e, no âmbito dos *share deals* em particular, o estudo de BERNARDO TEIXEIRA DE ABREU, 2013, pp. 229-237.

²⁹ JOSÉ FERREIRA GOMES, 2022, pp. 228-229. Sobre as cláusulas de declarações e garantias, remetemos para os estudos de FÁBIO RUSSO, 2010, pp. 115-136, e de GONÇALO SIMÕES DE ALMEIDA, 2020, pp. 243-272. Para uma análise das figuras das *representations* e das *warranties* no Direito inglês, v., J. BEATSON, 2002, em especial, e, respetivamente, pp. 127-130 e 134-139.

³⁰ PAULO CÂMARA e MIGUEL BRITO BASTOS, 2011, p. 22, e JOSÉ FERREIRA GOMES, 2022, p. 76.

³¹ ENGRÁCIA ANTUNES, 2008, p. 749.

operações, de um *two step model*³², apelidando-se, na gíria, a primeira fase de *signing* e a segunda de *closing*³³.

³² PAULO CÂMARA e MIGUEL BRITO BASTOS, 2011, pp. 22-23.

³³ Neste sentido, GUHAN SUBRAMANIAN e CALEY PETRUCCI, 2021, p. 1411, e JOSÉ FERREIRA GOMES, 2022, p. 76. Como refere ENGRÁCIA ANTUNES, 2008, pp. 749-750, no âmbito do *closing*, as partes procedem, frequentemente, à elaboração e assinatura de um *closing document* ou acordo de execução, documento pelo qual reconhecem que estão reunidas as condições para concluírem o negócio e regulam a fase de produção dos efeitos de transmissão da empresa adquirida, tendo em conta as condições estipuladas ao nível do *signing*.

3. A *due diligence* no âmbito dos *share deals*

3.1. Âmbito material e funções

Dissemos, no subcapítulo anterior, que o processo negocial seguido pelas partes, no âmbito de um negócio de transmissão de participações sociais, corresponde a um dos fatores que poderá assumir relevo na qualificação desse mesmo negócio como verdadeira forma de transmissão indireta da empresa. No âmbito desse processo negocial é cada vez mais comum e importante a realização de uma *DD*. É sobre esta etapa do processo de aquisição de uma empresa que nos pronunciaremos agora.

Como refere FÁBIO RUSSO³⁴, de um ponto de vista literal, a expressão “*due diligence*” significa, em português, “diligência devida”. No entanto, o sentido que este conceito assume hoje, e, em particular, no âmbito dos *share deals*, é diverso, sendo a *DD* entendida como um processo complexo que visa a recolha e análise de informação relativa às diversas dimensões da atividade da sociedade-alvo e ao seu património, permitindo que se execute uma avaliação do objeto do negócio^{35,36}.

Uma *DD* pode assumir diversas configurações e modalidades, o que dependerá, desde logo, dos interesses de quem tome a iniciativa de a realizar. No entanto, tendo em conta o objeto desta dissertação, focar-nos-emos essencialmente naquela que corresponde

³⁴ FÁBIO RUSSO, 2011, p. 14.

³⁵ Seguimos, aqui, JÉSSICA FERREIRA, 2018, pp. 195-196. Em sentido próximo, v., também, FRANCESCO GAMBARO, 2006, p. 898. Como nota MENEZES CORDEIRO, 2006, p. 448, n. (10), se, do ponto de vista literal a que aludimos, a expressão “*due diligence*” se aproxima do conceito de “gestor criterioso e ordenado” do art. 64.º, n.º 1 do CSC, hoje ela é usada para “[...] significar uma cuidada auditoria da sociedade [...]”. Para isso contribuiu, historicamente, como lembram autores como FÁBIO RUSSO, 2011, p. 15, ou JOSÉ FERREIRA GOMES, 2022, p. 200, o surgimento da chamada “*due diligence defense*” no âmbito do *Securities Act* norte-americano de 1933, e mais especificamente do § 3 da sua *section 11(b)*. De forma muito sumária, esta disposição permite, no âmbito de ações de responsabilidade civil pelo prospeto, o afastamento da responsabilidade dos intermediários financeiros (entre outros sujeitos) pela não divulgação de informações ou pela prestação de informações falsas aos investidores, quando aqueles provem que, após terem conduzido uma “investigação razoável” (*reasonable investigation*) ao emitente de valores mobiliários, tinham fundadas razões para confiar na veracidade e na completude das informações contidas no prospeto. Sobre a evolução histórica do significado do termo *due diligence*, v., também, ALEXANDRA REED LAJOUX e CHARLES M. ELSON, 2010, pp. 3-6.

³⁶ Para além da expressão *due diligence*, é comum, na doutrina, a utilização da expressão “auditoria legal” com um sentido próximo, embora não inteiramente coincidente. Autores como NUNO ROLDÃO e ANA TEIXEIRA, 2011, pp. 108-109, ou CATARINA MONTEIRO PIRES, 2018, p. 32, preferem a utilização desta última expressão. No entanto, e apesar de reconhecermos a relevância das precisões apontadas por estes autores, utilizaremos indistintamente as duas expressões para nos referirmos a este processo de obtenção e análise de informação.

à situação mais comum – a da auditoria promovida pelo comprador (*buyer's DD*) e levada a cabo no período que antecede a celebração do contrato (*preliminary DD*).³⁷

Enquadrada desta forma, a *DD* pode ser definida, de acordo com ENGRÁCIA ANTUNES³⁸, como “[...] a operação complexa e pré-contratual de exame da empresa negociada, levada a cabo pelo comprador (com a ajuda dos seus colaboradores ou peritos³⁹ [...]), que visa recolher uma informação exaustiva sobre os mais variados aspetos [...] da empresa negociada”.

Assim, a *DD* poderá considerar-se um verdadeiro instrumento de tutela voluntária do adquirente⁴⁰. De facto, é a ideia de proteção do comprador que se encontra subjacente às funções que a doutrina tipicamente associa à realização de uma *DD*.

Seguindo o elenco proposto por ENGRÁCIA ANTUNES⁴¹, destacamos como mais importante a função formativa: a auditoria legal permite às partes, e em especial ao

³⁷ CATARINA MONTEIRO PIRES, 2018, p. 32 identifica esta hipótese como uma das mais comuns na prática. No entanto, como lembra FÁBIO RUSSO, 2011, pp. 18-19, a *DD* poderá também resultar de uma iniciativa do próprio vendedor ou realizar-se num momento temporal posterior ao da celebração do contrato. Quando a *DD* seja levada a cabo após o *signing* (ou, nalgumas situações, mesmo após o *closing*), desempenhará, como aponta FRANCESCO GAMBARO, 2006, p. 898, funções bastante diferentes, podendo a informação nela obtida servir de base, por exemplo, a uma revisão do preço do contrato.

³⁸ ENGRÁCIA ANTUNES, 2008, p. 753.

³⁹ De entre os quais se destacam os advogados.

⁴⁰ Nesse sentido, v. RITA CUNHA, 2020, p. 282. A importância da realização de uma *DD*, para efeitos de proteção da posição do comprador, é, no entanto, menor nos sistemas da *Civil Law* do que nos sistemas da *Common Law*, nos quais, na fase pré-contratual, releva o princípio *Caveat Emptor*, como aponta JOSÉ FERREIRA GOMES, 2022, p. 203. De facto, apesar de nos ordenamentos civilísticos se defender também, como veremos melhor *infra*, a existência de um ónus de autoinformação do adquirente em relação ao objeto do negócio, o ponto de partida é o da atuação segundo as regras da boa-fé, da qual decorrem deveres laterais de conduta para o alienante e, em particular, deveres de informação. Já nos ordenamentos da *Common Law*, o princípio *Caveat Emptor* adquire uma outra amplitude, como refere GIACOMO GREZZANA, 2019, pp. 30-32, uma vez que o ponto de partida é o inverso, ou seja, o vendedor estará sujeito a um dever de informar o comprador apenas em situações excecionais, pelo será ao adquirente que caberá atuar diligentemente no sentido de examinar a coisa que pretende adquirir, não podendo, em regra, responsabilizar o alienante pelos vícios de que a mesma eventualmente padeça e que não tenham sido por ele identificados no âmbito da sua análise. Sobre o princípio *Caveat Emptor*, v., entre outros, JOHN D. MCCAMUS, 2003, pp. 97-119, ou ROBERT G. LEE, 2018, pp. 90-93, e, para uma perspectiva comparada entre os ordenamentos da *Civil Law* e da *Common Law* no regime aplicável à formação dos contratos, o clássico artigo de FRIEDRICH KESSLER e EDITH FINE, 1964, pp. 401-449.

⁴¹ ENGRÁCIA ANTUNES, 2008, p. 753. De acordo com o autor, para além da já referida função formativa, relevam três outras funções: i) uma função garantística, possibilitando que o comprador identifique potenciais vícios ou riscos que afetem a empresa negociada; ii) uma função valorativa, permitindo a análise de informações que influenciem a determinação do preço e; iii) uma função probatória, possibilitando que as partes demonstrem quais os factos e as informações que foram, ou não, revelados no âmbito da auditoria, servindo de ponto de partida para a análise das pretensões que possam eventualmente surgir não só entre as sociedades envolvidas na operação, mas também quanto a questões relativas à sua estrutura interna (destacando-se, por exemplo, os problemas relacionados com a eventual responsabilidade

comprador, obterem informação sobre a operação de aquisição em causa, contribuindo para uma correta e livre formação da sua vontade negocial⁴².

No entanto, como lembra FÁBIO RUSSO⁴³, a informação recolhida no âmbito de uma *DD* não assume relevo em abstrato, sendo obtida em função de determinadas finalidades concretas, que, reiteramos, serão definidas de acordo com os objetivos de quem tome a iniciativa de a realizar.

De facto, como refere RITA CUNHA⁴⁴, ao optar por avançar com uma auditoria legal, o comprador poderá pretender que se efetue um “estudo mais exaustivo” do *target*, ou, pelo contrário, poderá contentar-se com uma “análise mais superficial” (*high level due diligence*), ou até mesmo com a mera identificação das questões mais problemáticas (*red flag due diligence*).

civil dos seus administradores neste contexto). Sobre esta última função, v. também FÁBIO RUSSO, 2011, pp. 17-18 e JOSÉ FERREIRA GOMES, 2022, p. 202.

⁴² Significa isto, de um ponto de vista prático, que os resultados da *DD*, como aponta SOVERAL MARTINS, 2017, p. 171, poderão originar, desde logo, quando assumam gravidade suficiente, o “desinteresse” do adquirente, sendo determinantes para a sua decisão de contratar ou de não contratar. No entanto, quando o interesse do adquirente no *target* se mantenha, as questões que surjam por força da *DD* poderão, em alternativa, levar a um atraso na conclusão do negócio, à sua celebração sob condição (de eliminação dos problemas identificados, por exemplo) ou à renegociação do seu conteúdo. Em relação a este último aspeto, destacam-se as cláusulas de declarações e garantias, como apontam LUCA PICONE, 2004, p. 255, ou FÁBIO RUSSO, 2010, p. 123. A realização de uma auditoria legal permite, assim, como refere *idem*, 2011, pp. 18-19, que se ultrapasse a assimetria informativa que tipicamente se verifica a favor do alienante, e com prejuízo para o adquirente, no âmbito das operações de aquisição de empresas. Ainda assim, é importante notar que existem situações em que a parte com maiores conhecimentos sobre a empresa poderá ser o adquirente – pense-se, por exemplo, nas situações de *management buy-out*. Sobre esta específica modalidade de aquisição de empresas e, em particular, no âmbito das sociedades cotadas e do Direito norte-americano, v. LOWENSTEIN, 1985, pp. 730-784. Procedendo a uma breve análise desta figura entre nós, v. ENGRÁCIA ANTUNES, 2008, p. 735-737.

⁴³ FÁBIO RUSSO, 2011, pp. 16-17.

⁴⁴ RITA CUNHA, 2020, p. 289. A delimitação do âmbito da *DD* poderá resultar, entre outros fatores, como aponta a autora, da estrutura e do nível de complexidade da operação, do grau de conhecimento que o adquirente possui já sobre o *target* ou da limitação dos recursos financeiros disponíveis, uma vez que a realização de um auditoria legal corresponde a um processo dispendioso. Por essa razão, e quando se pretenda que o objeto da *DD* seja mais contido, poder-se-á estabelecer que a informação relativa, por exemplo, a contratos ou a ações judiciais cujo valor seja inferior a um determinado montante de referência fixado (*threshold*), não seja analisada. Para além disso, é também comum a fixação de limites temporais ou materiais (circunscrevendo-se, por exemplo, uma análise sobre os recursos humanos da empresa a um grupo restrito de trabalhadores selecionados com base em critérios pré-definidos) ao âmbito da auditoria, de modo a evitar a análise de toda a informação disponibilizada, o que, em determinadas hipóteses, poderá ser incomportável. Referindo outros fatores que poderão influenciar a determinação do escopo de uma *DD*, v., também, ALEXANDRA REED LAJOUX e CHARLES M. ELSON, 2010, pp. 8-11.

O objeto e o âmbito material da *DD* serão também variáveis de acordo com as circunstâncias de cada hipótese. Ainda assim, na generalidade dos casos é possível identificar um “conteúdo mínimo” de situações que serão, em regra, objeto de análise⁴⁵.

Uma *DD* incluirá, assim, tipicamente: i) uma auditoria financeira, destacando-se, a este nível, a análise dos documentos de prestação de contas do *target*; ii) uma auditoria jurídica, tendo por objeto, entre muitos outros⁴⁶, os aspetos relacionados com a estrutura da sociedade-alvo (nomeadamente os respeitantes à sua constituição, às variações no seu capital social ou à transmissibilidade das suas participações) e com os principais contratos de que esta seja parte; iii) uma auditoria fiscal, que poderá contribuir para uma mais eficiente planificação da operação do ponto de vista tributário⁴⁷.

Esta delimitação em concreto das finalidades e do objeto da *DD*, por parte do adquirente, é vertida, geralmente, num documento inicial – a *checklist*.⁴⁸ É também nesta fase introdutória que o vendedor procurará regular o acesso à informação pelos potenciais compradores e pelos seus assessores⁴⁹, podendo, para estes efeitos, haver lugar a um acordo⁵⁰ que envolva não só o adquirente e o alienante das participações sociais mas

⁴⁵ Nesta exposição seguiremos FÁBIO RUSSO, 2011, pp. 19-20, e JÉSSICA FERREIRA, 2018, pp. 198-199.

⁴⁶ Não nos sendo possível identificar, neste trabalho, todas as áreas do Direito e todos os elementos informativos tipicamente analisados no âmbito de uma *legal due diligence*, remetemos para o extenso elenco apresentado por ANDREW J. SHERMAN e MILLEDGE A. HART, 2006, pp. 69-76. Entre nós, v. NUNO ROLDÃO e ANA TEIXEIRA, 2011, pp. 118-125.

⁴⁷ FÁBIO RUSSO, 2011, p. 20. A estes aspetos, acrescem hoje *DDs* sobre outras matérias, como aponta JÉSSICA FERREIRA, 2018, pp. 198-199, destacando-se, como referem ADAM O. EMMERICH e TREVOR S. NORWITZ, 2022, pp. 3 e 4 as *DD's* relacionadas com questões de *Environmental Social Governance*.

⁴⁸ Neste sentido, v. ALEXANDRA REED LAJOUX e CHARLES M. ELSON, 2010, pp. 6-7 e 16-17, e SOVERAL MARTINS, 2017, p. 169.

⁴⁹ JOSÉ FERREIRA GOMES, 2022, p. 203. É também frequente a celebração, entre as partes, de acordos de confidencialidade em relação à informação que venha a ser divulgada e de acordos de intenções, como referem NUNO ROLDÃO e ANA TEIXEIRA, 2011, p. 114. Note-se que, como apontam os mesmos autores, *ibidem*, p. 118, a regulação do âmbito da *DD* e dos factos que serão objeto da auditoria dependerá também, do equilíbrio da força negocial entre as partes.

⁵⁰ PAULO CÂMARA e MIGUEL BRITO BASTOS, 2011, pp. 28-29 e JOSÉ FERREIRA GOMES, 2022, p. 211. Particularmente importante neste âmbito será, como lembram ALEXANDRA REED LAJOUX e CHARLES M. ELSON, 2010, pp. 12-14, a redação das *investigation covenants*, cláusulas que prevêm, por um lado, o dever de colaboração do vendedor e do *target* no âmbito do processo de auditoria e, por outro, o correspondente dever de confidencialidade do adquirente em relação à informação obtida.

também o *target*⁵¹. As informações recolhidas serão tipicamente reunidas pelo vendedor no âmbito de uma *data room*⁵².

Terminada a recolha e a análise de informação, os resultados da auditoria serão vertidos num relatório (*due diligence report*), que, muitas vezes, será acompanhado de um anexo com a lista dos documentos cujo acesso foi disponibilizado ao comprador⁵³. É também comum que, neste âmbito, os autores do relatório incluam uma menção quanto à sua responsabilidade pela verificação da completude e da veracidade da informação recebida⁵⁴.

3.2. A prestação de informação no âmbito de uma *due diligence*

Tal como concluímos no subcapítulo anterior, a realização de uma *DD* assume um papel muito relevante na livre e correta formação da vontade negocial do comprador, podendo mesmo considerar-se um instrumento de tutela da sua posição jurídica.

Essa importância torna-se ainda mais clara se se tiver em conta que, no ordenamento jurídico português (e em especial, no âmbito do regime da compra e venda), a doutrina tem entendido que recai sobre cada uma das partes um ónus de autoinformação⁵⁵. Caberá, assim, ao comprador, por via de regra, informar-se

⁵¹ Como veremos *infra*, no subcapítulo 3.2., o facto de, no âmbito dos *share deals*, o comprador pretender obter informações relativas não ao vendedor mas a uma outra pessoa jurídica (a sociedade-alvo), gera problemas com especificidades próprias ao nível do regime aplicável em matéria de deveres de informação.

⁵² A *data room* poderá ser física ou virtual. Neste último caso, a informação será disponibilizada por via eletrónica (o que é cada vez mais frequente). Para um breve balanço sobre as vantagens e desvantagens das auditorias físicas e das auditorias com *data room* virtual, v. NUNO ROLDÃO e ANA TEIXEIRA, 2011, pp. 117-118.

⁵³ FRANCESCO RICCI, 2008, pp. 27-28 e JOSÉ FERREIRA GOMES, 2022, p. 204-205. No entanto, como refere SOVERAL MARTINS, 2017, p. 171, o relatório final pode ser precedido da apresentação de relatórios preliminares.

⁵⁴ Como lembra RITA CUNHA, 2020, pp. 289-290, atendendo à grande quantidade de informação que é tipicamente recolhida e analisada no âmbito de uma *DD*, fará sentido que se inclua um *disclaimer* identificando as limitações a que a realização da auditoria ficou sujeita, designadamente para acautelar a posição dos peritos (e em especial dos advogados) que elaboraram o relatório em eventuais ações de responsabilidade civil. No entanto, como alerta JOSÉ FERREIRA GOMES, 2022, p. 205, existe um dever, por parte dos advogados do comprador, de verificarem se existem falhas na prestação de informação pelo vendedor, pelo que, perante a existência de incompletudes e de incongruências, terão a obrigação de pedir esclarecimentos ao vendedor e/ou à sociedade-alvo. É importante acrescentar, a este respeito, que, como nota BERNARDO TEIXEIRA DE ABREU, 2013, p. 239, n. (79), os advogados, bem como outros peritos, são especificamente contratados para identificarem problemas relacionados com a empresa a adquirir, pelo que, caso não prestem de forma adequada os serviços que aceitaram realizar, estará em causa uma situação de responsabilidade civil contratual, sendo de aplicar a presunção de culpa do art. 799.º do CC.

⁵⁵ Neste sentido, v., entre outros, MARIANA FONTES DA COSTA, 2007, p. 381, e EVA SÓNIA MOREIRA DA SILVA, 2010, pp. 25-26. Na jurisprudência destacamos os acórdãos do STJ de 18/10/2016

diligentemente sobre os aspetos que assumam relevo para a formação da sua vontade negocial.

Isto significa que, para que se considere que o vendedor se encontra obrigado a prestar informações ao comprador, será necessário, desde logo, que se prove que o adquirente cumpriu o seu ónus de autoinformação, ou seja, que fez “[...] tudo o que se encontrava razoavelmente ao seu alcance para se autoinformar [...]”, uma vez que, nesse caso, “[...] a sua ignorância é legítima e o seu estado de desconhecimento merece proteção”⁵⁶.

No entanto, o mero cumprimento do ónus de autoinformação (ou a inexigibilidade do seu cumprimento)⁵⁷ não é suficiente para que se afirme a existência de deveres de informação. Para isso, é necessário que se verifiquem outras circunstâncias que, à luz do princípio da boa-fé, “[...] justifiquem a oneração de uma das partes em benefício da outra no processo negocial [...]”⁵⁸.

Sendo este o enquadramento jurídico geral quanto à questão da prestação de informação no âmbito pré-contratual (afirmando-se, do lado do adquirente, a existência de um ónus de autoinformação e, do lado do alienante, de um dever de informação em determinadas circunstâncias), cabe definir o papel que poderá desempenhar a realização de uma *DD* neste contexto e, em especial, no domínio particular da aquisição de empresas.

(processo n.º 4220/06.6TCLRS.L1.S1), em *Colectânea de Jurisprudência*, ano XXIV (2016), Tomo III, pp. 79-86, e mais recentemente, do TRL de 6/06/2019 (processo n.º 15206/18.8T8LSB.L1-6).

⁵⁶ Citamos EVA SÓNIA MOREIRA DA SILVA, 2010, p. 26.

⁵⁷ Como lembra a mesma autora, *loc. cit.*, a exigência de observância do ónus de autoinformação poderá ser afastada em determinadas circunstâncias, tais como a impossibilidade ou a dificuldade séria do “credor da obrigação de informação” em obter os elementos relevantes. Nestes casos, e desde que o comprador tenha adotado um grau de diligência de acordo com o critério do bom pai de família em face das circunstâncias de cada caso (art. 487.º, n.º 2 do CC) para procurar obter as informações de que necessita, a sua ignorância, ainda que não tenha cumprido com o ónus de autoinformação, será legítima, pelo que o vendedor se encontrará sujeito a uma obrigação de informar. Em sentido próximo, CATARINA MONTEIRO PIRES, 2018, p. 34, faz notar que a extensão do ónus de autoinformação dependerá das circunstâncias de cada caso: se o adquirente não poderá desconhecer informações sobre o mercado que sejam públicas ou notórias, já em relação a elementos sobre o *target* cujo acesso seja mais reservado, poderá não ser possível que se informe pelos seus próprios meios.

⁵⁸ JOSÉ FERREIRA GOMES, 2022, p. 168. Em sentido próximo, v. PAULO CÂMARA e MIGUEL BRITO BASTOS, 2011, pp. 26-27. Pronunciando-se sobre o tema de forma particularmente clara, CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA, 2022, p. 218, refere que, existindo uma omissão de informação quanto a circunstâncias que a contraparte ignora, mas que poderia conhecer se atuasse diligentemente, “[...] será necessário algum ingrediente adicional, como, por exemplo, o carácter ardiloso da omissão ou a concomitante violação do dever de lealdade [...]”, para que essa omissão seja desconforme com a boa-fé, e se considere existir um dever pré-contratual de informação.

A determinação das hipóteses em que se pode afirmar a existência de deveres de informação⁵⁹, e a fixação do seu âmbito em cada caso, são questões sobre as quais é difícil encontrar consensos na doutrina⁶⁰.

No entanto, e acompanhando a exposição de JOSÉ FERREIRA GOMES⁶¹, é possível enumerar algumas linhas de orientação que permitem fundamentar, com maior grau de certeza, a imposição de um dever de informação a uma das partes e delimitar o seu âmbito. O vendedor deverá, assim, informar o comprador quando:

(i) estejam em causa informações que conhece ou deva conhecer (e o adquirente não conheça e não tenha o ónus de conhecer);⁶²

(ii) conheça (ou deva conhecer) que essas informações assumem carácter essencial para o comprador⁶³ e;

⁵⁹ Como refere SINDE MONTEIRO, 1989, p. 359, n. (65), é possível distinguir entre deveres de informação, pelos quais uma das partes se obriga a prestar à outra informações que esta tenha previamente requerido, e deveres de esclarecimento, pelos quais se impõe a uma das partes a transmissão de informações à outra de modo espontâneo. Apesar de não ignorarmos essa distinção, ao longo deste trabalho, referir-nos-emos ao dever de informação com base numa aceção ampla, incluindo, nesse âmbito, o dever de esclarecimento. Seguimos, assim, a posição de, entre outros, EVA SÓNIA MOREIRA DA SILVA, 2010, p. 22.

⁶⁰ Apontando para essa falta de consenso, v. PAULO MOTA PINTO, 2008, p. 1382, n. (3897).

⁶¹ JOSÉ FERREIRA GOMES, 2022, pp. 169 e 173-193. A formulação proposta pelo autor segue, a este respeito, o entendimento que se encontra consolidado na jurisprudência alemã.

⁶² É no âmbito do primeiro critério que se torna particularmente clara a importância do ónus de autoinformação a que nos referimos *supra*. Daqui se retira claramente que o vendedor não terá o dever de informar o comprador sobre elementos que este já conheça, ou que poderia conhecer se tivesse atuado diligentemente. Por outro lado, este critério permite também delimitar o âmbito do conteúdo do dever de informação do alienante – o vendedor estará obrigado a transmitir ao comprador os elementos que se encontrem na sua posse ou que tenha a possibilidade (e o dever) de vir a obter. De forma mais desenvolvida sobre a questão da possibilidade de aquisição e transmissão da informação por parte do vendedor, e sobre o dever de uma parte se informar para poder informar a contraparte, v., respetivamente, JOSÉ FERREIRA GOMES, 2022, pp. 175-176, e EVA SÓNIA MOREIRA DA SILVA, 2010, pp. 33-36. Analisaremos, de seguida, algumas das principais questões relacionadas com este critério no quadro específico da *DD*.

⁶³ Segundo PAULO CÂMARA e MIGUEL BRITO BASTOS, 2011, p. 27, n. (40), assumirá, para estes efeitos, carácter essencial a informação “[...] referente a factos cujo conhecimento possa ser determinante da vontade do adquirente celebrar o contrato em determinadas condições ou de se abster dessa celebração [...]”. Como refere EVA SÓNIA MOREIRA DA SILVA, 2010, pp. 31-32, destacar-se-ão, a este nível, as informações que possam pôr em causa a realização do fim do contrato, a sua validade ou a sua eficácia.

(iii) sobre esses elementos recaia uma legítima expectativa do comprador de ser informado para efeitos da formação da sua vontade negocial⁶⁴⁻⁶⁵.

Sendo estes, em traços gerais, os pressupostos de que dependerá a afirmação da existência de deveres de informação, importa agora compreender de que forma é que se articulam com as especificidades próprias de uma *DD* realizada no âmbito de um processo negocial de aquisição de uma empresa.

De facto, como já referimos anteriormente, ao contrário do que acontece noutros tipos de negócios, no âmbito dos *share deals*, a informação que o comprador pretenderá obter através da *DD* não estará diretamente relacionada com a esfera do vendedor, mas sim com uma outra pessoa jurídica, a sociedade-alvo, que, por sua vez, não estará sujeita a quaisquer deveres de informação perante o adquirente⁶⁶.

Daqui resulta que, em relação aos elementos de informação detidos pelo *target*, só se poderá afirmar que existe um dever de informação do alienante na medida em que este tenha a possibilidade de aceder a essa mesma informação, porque só nessa hipótese estarão em causa informações que poderia (ou deveria) conhecer e, por isso, estará

⁶⁴ Como aponta EVA SÓNIA MOREIRA DA SILVA, 2010, p. 28, podem verificar-se diversos fatores, no âmbito de uma relação negocial, que levem a que se gere num dos contraentes a expectativa de ser informado pelo outro. O carácter legítimo dessa expectativa terá de ser avaliado, uma vez mais, com base na boa-fé e, em particular, no princípio da tutela da confiança. Fundamentando já a imposição de deveres de informação no princípio da confiança, v. BAPTISTA MACHADO, 1991, em especial p. 363. Sobre a tutela da confiança, de forma mais desenvolvida, v., entre outros, para além da última obra citada, MENEZES CORDEIRO, 1984, pp. 1234-1251. Note-se, contudo, que os três pressupostos que elencámos deverão ser considerados no quadro de um sistema móvel, como sugere EVA SÓNIA MOREIRA DA SILVA, 2010, p. 40, o que significa que a falta de verificação de algum deles poderá ser compensada pelo especial peso assumido por outro ou outros dos restantes. Por essa razão, poder-se-á afirmar, em determinadas situações, a existência de uma obrigação de informar na esfera do vendedor, ainda que não se verifique uma relação de confiança entre as partes. Nessas hipóteses, como refere JOSÉ FERREIRA GOMES, 2022, pp. 191-193, os deveres de informação encontrarão o seu fundamento no princípio da autodeterminação. Assim, quando se entenda que, tendo em conta a importância do conhecimento da informação em causa e o custo da sua aquisição para o comprador, a tutela da sua autodeterminação negocial prevalece sobre a liberdade genérica de agir do vendedor, dever-se-á considerar que este se encontra sujeito a uma obrigação de informar o adquirente. Estudando desenvolvidamente os princípios da tutela da confiança e da autodeterminação das partes como fundamentos dos deveres de informação, v. MIGUEL BRITO BASTOS, 2013, pp. 197-237, e, em especial, sobre a ponderação entre liberdade geral de ação do devedor da informação e autodeterminação do credor da informação, pp. 234-237.

⁶⁵ Autoras como MARIANA FONTES DA COSTA, 2007, p. 383, ou EVA SÓNIA MOREIRA DA SILVA, 2010, pp. 37-40, acrescentam a estes três pressupostos um outro – o da exigibilidade da divulgação da informação detida pela parte informada. Tal transmissão poderá não ser exigível quando possa violar direitos de personalidade ou deveres de segredo, bem como quando a informação em causa tenha sido obtida pela parte informada através do emprego de uma diligência extraordinária.

⁶⁶ Neste sentido, v., entre outros, PAULO CÂMARA e MIGUEL BRITO BASTOS, 2011, p. 28, SOVERAL MARTINS, 2017, p. 165, ou JÉSSICA FERREIRA, 2018, p. 203.

preenchido o primeiro dos pressupostos que enumerámos. Ao lado desta questão surge uma outra com idêntica relevância prática – a de perceber se, obtida a informação, ela poderá, ou não, ser transmitida pelo vendedor.⁶⁷

Encontrar uma solução para estas questões, com base nas normas gerais de Direito Societário, não se afigura simples. É possível, no entanto, e acompanhando a doutrina, ensaiar uma resposta, ainda que em brevíssimos traços.

No que respeita à questão da possibilidade de acesso, por parte do vendedor, às informações detidas pelo *target*, haverá que procurar determinar que elementos poderão, ou não, ser por ele obtidos através do exercício do seu direito à informação enquanto sócio da sociedade-alvo⁶⁸. Já quanto a saber se, uma vez obtida a informação pretendida, o alienante a poderá transmitir ao adquirente, concordamos com JOSÉ FERREIRA GOMES quando aponta que tal dependerá de uma ponderação que deverá ser realizada, com base no princípio da proporcionalidade, entre o interesse da sociedade na confidencialidade da informação e a prossecução de outras manifestações do interesse social na transmissão das informações que sejam necessárias para o potencial comprador.⁶⁹

Se esta é a solução que decorre da aplicação das normas gerais, na prática, atendendo, entre outros fatores, à complexidade deste regime, é comum, ao nível destas operações, a existência de um acordo entre vendedor, comprador e sociedade-alvo, pelo

⁶⁷ Seguiremos, quanto a estas matérias, a exposição de JOSÉ FERREIRA GOMES, 2022, pp. 179-189.

⁶⁸ Neste sentido, CATARINA MONTEIRO PIRES, 2018, pp. 46-62, e JOSÉ FERREIRA GOMES, 2022, pp. 180-186 e, em especial, pp. 183-185. Assim, particularmente relevante para determinar se a informação requerida pelo sócio vendedor estará, ou não, na sua disponibilidade e se, conseqüentemente, recairá sobre ele um dever de informação, será verificar se, em relação a esses elementos, se verifica algum dos fundamentos que possibilitem que a administração da sociedade-alvo recuse a sua prestação. Sobre esta matéria v., além do disposto nos arts. 215.º, n.º 1 e 291.º, n.º 4 do CSC, PINHEIRO TORRES, 1998, pp. 217-240, e, mais recentemente, MENEZES CORDEIRO e ANA ALVES LEAL, 2022, pp. 762-767, e MENEZES CORDEIRO e MADALENA PERESTRELO DE OLIVEIRA, 2022, pp. 1013-1015. Na jurisprudência, v., mais recentemente, entre outros, os acórdãos do STJ de 02/04/2019 (processo n.º 304/16.0T8LRA.C1.S1) e do TRE de 30/06/2021 (processo n.º 74/20.8T8SRP-A.E1). Quer o art. 215.º, quer o art. 291.º, n.º 4, possibilitam a recusa da prestação de informações ao sócio quando for de recear que este as utilizará para fins estranhos à sociedade. No entanto, como lembra JOSÉ FERREIRA GOMES, 2022, pp. 184-185, a transmissão da informação pelo sócio a potenciais compradores não deve ser entendida, em si mesma, como um uso para um fim estranho à sociedade, devendo sempre haver lugar a uma ponderação em concreto. Aliás, lembrando que será difícil existirem interessados que aceitem adquirir uma participação social sem que, previamente, lhes seja concedido acesso a determinados elementos, o autor faz notar que a adoção de um entendimento diverso equivaleria a impor aos sócios como que um “bloqueio de facto” desproporcional à transmissibilidade das suas participações. Em sentido próximo, v. UMBERTO TOMBARI, 2008, pp. 72-73.

⁶⁹ JOSÉ FERREIRA GOMES, 2022, p. 187. Por isso, como refere o autor, *loc. cit.*, n. (548), o sócio não deverá transmitir aos potenciais adquirentes informação que não seja estritamente necessária para a avaliação da sociedade-alvo e das participações sociais no âmbito do negócio projetado.

qual se regulam, não só os meios pelos quais o alienante e o adquirente poderão aceder à informação do *target*, como também a própria extensão da informação que poderá ser transmitida ao comprador.⁷⁰ Para além disso, será também frequente, neste âmbito, a estipulação de cláusulas de confidencialidade e de um regime que permita acautelar a posição do *target*, em caso de rutura das negociações^{71.72}

Por outro lado, existindo uma relação de grupo⁷³ entre a sociedade vendedora e a sociedade-alvo, aquela não estará sujeita aos constrangimentos legais estabelecidos pelo CSC quanto à prestação de informações aos sócios⁷⁴, podendo mesmo, aliás, emitir instruções vinculativas à administração desta para que colabore no processo de venda,

⁷⁰ PAULO CÂMARA e MIGUEL BRITO BASTOS, 2011, pp. 28 e 29, e JOSÉ FERREIRA GOMES, 2022, pp. 187-188 e 211-212. Tipicamente, a informação cuja prestação é devida ao abrigo dos deveres de informação acaba por ser divulgada ao adquirente no âmbito da *DD*. Sucede que, como aponta o último autor referido, *ibidem*, p. 188, a informação prestada ao nível de uma *DD* “[...] vai muito além da que o sócio está obrigado a prestar *ex bona fide* tanto em extensão como em densidade”. Por isso mesmo é que poderá ser necessário que haja lugar a um acordo entre as partes envolvidas que permita ultrapassar as limitações legais em matéria de acesso à informação.

⁷¹ A propósito da tutela da posição do *target* na fase negocial, cabe realçar a posição de CATARINA MONTEIRO PIRES, 2018, pp. 56-57, que defende que o envolvimento da administração da sociedade-alvo no âmbito de uma *DD* exigirá que se tenha já verificado um certo grau de evolução das negociações entre comprador e vendedor. A autora refere-se à existência de acordos preliminares, como cartas de intenções, sobretudo quando associados ao pagamento de uma *break up fee* em caso de rutura das negociações, como exemplos de manifestações da existência de um propósito negocial firme da parte do adquirente e, nessa medida, da tal evolução ao nível das negociações que permitirá que se fundamente juridicamente a colaboração da administração da sociedade-alvo no processo de aquisição.

⁷² Caberá aos administradores do *target* decidir sobre a colaboração da sociedade que gerem no âmbito da *DD* promovida pelo adquirente. Essa decisão dependerá, como apontam PAULO CÂMARA e MIGUEL BRITO BASTOS, 2011, pp. 31-35, de “[...] um juízo casuístico de ponderação entre as imposições de sigilo e o dever de prossecução de outras manifestações do interesse social [...]”. Defendem, por isso, que a transmissão das informações, pela administração do *target* ao adquirente, poderá ser: i) proibida; ii) permitida; ou até mesmo iii) imposta pelo interesse social da sociedade-alvo. Assim, os autores referem que, caso não estejam “[...] reunidas condições que assegurem a probabilidade da concretização da transação e que acautelem a realização de abusos [...]”, a transmissão da informação deverá ser negada. Elencando e analisando alguns dos fatores que deverão ser tidos em conta pela administração do *target* na tomada desta decisão, v. LUCA PICONE, 2004, pp. 259-261. Por outro lado, importa assinalar, e acompanhando ainda PAULO CÂMARA e MIGUEL BRITO BASTOS, *loc. cit.*, que poderão existir situações em que o interesse social poderá impor a transmissão de informação por parte do *target*: pense-se, por exemplo, nas hipóteses em que a operação de aquisição seja essencial para capitalizar a sociedade-alvo e, desse modo, garantir a sua subsistência. Sobre o papel da administração do *target*, no período que antecede a venda das participações da sociedade, v., também MARIA DE DEUS BOTELHO, 2018, pp. 33-48.

⁷³ No âmbito do CSC português, a relação de grupo pode constituir-se quando exista uma situação de domínio total (arts. 488.º a 490.º), um contrato de grupo paritário (art. 492.º) ou um contrato de subordinação (arts. 493.º e ss.). Note-se que o regime aplicável ao contrato de subordinação (onde se inclui o direito de dar instruções desvantajosas à sociedade subordinada, previsto no art. 503.º) vale também, com as necessárias adaptações, para os grupos constituídos por domínio total, por força da remissão operada pelo art. 491.º do CSC.

⁷⁴ Neste sentido, ENGRÁCIA ANTUNES, 2002, pp. 724-725, n. (1405). Em sentido próximo, CATARINA MONTEIRO PIRES, 2018, pp. 52-53.

divulgando todos os elementos necessários⁷⁵. Significa isto que, nestes casos, o acesso à informação levantará menos dificuldades.

No que respeita à aplicação do segundo pressuposto - relativo ao carácter essencial da informação e à cognoscibilidade dessa essencialidade pelo vendedor, levanta-se uma outra questão: a de determinar que influência poderá assumir a *checklist* do adquirente na delimitação dos elementos informativos que lhe terão de ser prestados no âmbito da *DD*.

A não ser que as partes, por acordo, determinem que só assumirão relevo as informações devidamente identificadas pelo comprador ao nível da *checklist*, entendemos que, na delimitação dos elementos que deverão ser divulgados pelo vendedor, se deverá atender aos critérios gerais que elencámos *supra*, não se podendo, assim, excluir, à partida, o dever de informação do alienante em relação aos aspetos que não tenham sido referidos nesse documento⁷⁶.

⁷⁵ Neste sentido, v. FÁBIO RUSSO, 2011, p. 20, e JOSÉ FERREIRA GOMES, 2022, pp. 182-183 e 210. Note-se, contudo, que, como lembra o último autor, *ibidem*, p. 210, caberá à administração do *target* a avaliação da licitude das instruções emitidas, conforme resulta de uma interpretação *a contrariu sensu* do disposto no art. 504.º, n.º 3 do CSC (sobre esta última disposição legal, v., desenvolvidamente, ENGRÁCIA ANTUNES, 2002, pp. 754-758). Idêntico raciocínio valerá para os casos em que, tratando-se a sociedade-alvo de uma sociedade por quotas, sejam emitidas instruções aos seus gerentes com base no disposto no art. 259.º do CSC (sendo que, nestas hipóteses, bastará que o sócio alienante disponha de maioria para o efeito, não sendo necessário que exista uma relação de grupo).

⁷⁶ Seguimos a perspetiva de CATARINA MONTEIRO PIRES, 2018, p. 43, e de PAULO CÂMARA e MIGUEL BRITO BASTOS, 2011, p. 27, n. (40). Estes últimos autores relembram que a principal finalidade da *checklist* é a de proceder a uma enumeração dos aspetos em que “[...] se encontra um maior risco de verificação de contingências depreciativas do valor da empresa adquirida [...]”, o que significa que tanto poderão estar em causa elementos essenciais para a decisão do comprador de contratar como elementos que não revistam essa importância. Logo, caso o alienante tenha conhecimento de factos não referidos pelo adquirente na *checklist*, mas que possam ser essenciais para a sua decisão de contratar, deverá revelá-los ao comprador. Por essa razão, não podemos concordar com FÁBIO RUSSO, 2011, p. 21, e JÉSSICA FERREIRA, 2018, p. 201, que sustentam que, através da *checklist*, o comprador indica as informações relevantes para a sua decisão de contratar e afasta a relevância, para efeitos dessa mesma decisão, de tudo o que não tenha sido incluído nesse documento.

4. A *due diligence* e o dever de cuidado da administração da sociedade adquirente

Como tivemos já a oportunidade de referir anteriormente⁷⁷, a realização de uma *DD* desempenha, do ponto de vista da tutela da posição da sociedade adquirente, funções de grande relevo no âmbito do processo negocial de aquisição de uma empresa, contribuindo de forma essencial para a modelação do conteúdo do negócio e podendo mesmo ser determinante para a decisão de celebrar, ou não, o contrato.

Tendo isto em consideração, e sabendo que a realização de uma auditoria legal é uma etapa cada vez mais comum no quadro das operações de transmissão de empresas, poder-se-á questionar se os administradores da sociedade adquirente estarão sujeitos a uma verdadeira obrigação de promover a realização de uma *DD* neste contexto, decorrendo essa obrigação do dever geral de cuidado que sobre eles impende.

O dever geral de cuidado encontra consagração legal, no nosso ordenamento jurídico, na al. a) do n.º 1 do art. 64.º do CSC⁷⁸, impondo, como refere COUTINHO DE ABREU, que os administradores apliquem “[...] nas atividades de organização, decisão e controlo societários o tempo, esforço e conhecimento requeridos pela natureza das funções, as competências específicas e as circunstâncias”⁷⁹.

Contudo, e atendendo ao carácter genérico do enunciado legal, torna-se necessária uma operação de “redução dogmática”⁸⁰ que permita a sua concretização em manifestações específicas e, conseqüentemente, a sua operacionalização prática⁸¹.

⁷⁷ V., em especial, *supra*, capítulo 3.1.

⁷⁸ A atual redação do art. 64.º, n.º 1 do CSC tem origem na reforma levada a cabo pelo Decreto-Lei n.º 76-A/2006, de 29 de março. Foi com este diploma que se acolheu de forma expressa, no Direito Societário português, a contraposição entre deveres de cuidado e deveres de lealdade, o que resulta como lembram MENEZES CORDEIRO, 2006, pp. 478-479 ou MARIA ELISABETE RAMOS, 2008, pp. 614-615, da influência dos sistemas jurídicos da *Common Law*. Um dos principais eixos desta reforma, como apontou a CMVM, 2006, foi precisamente a “[...] densificação do conteúdo dos deveres fundamentais dos administradores, para permitir uma sindicabilidade mais apurada do seu desempenho”.

⁷⁹ COUTINHO DE ABREU, 2007, p. 19. A lei enumera, como manifestações dos deveres de cuidado dos administradores, a disponibilidade, a competência técnica e o conhecimento da atividade da sociedade adequados às suas funções. No entanto, e como refere o mesmo autor, *ibidem*, p. 20, trata-se de um “elenco imperfeito”, na medida em que existem outras manifestações deste dever que poderão ser autonomizadas.

⁸⁰ A expressão é de BRUNO FERREIRA, 2008, p. 29.

⁸¹ Neste sentido, além do último autor citado, v., entre outros, COUTINHO DE ABREU, 2007, pp. 19-20, e RICARDO COSTA, 2011, pp. 167-170.

Nesse sentido, são diversas as formulações da doutrina a respeito da concretização do dever geral de cuidado. Entendemos, no entanto, e acompanhando BRUNO FERREIRA, que tais manifestações concretas poderão ser, essencialmente, reconduzidas a duas categorias. O autor distingue, assim, os deveres que respeitam à tomada de decisões de gestão dos deveres que se relacionam com o mero acompanhamento da atividade da sociedade⁸².

No quadro específico da aquisição de empresas, a doutrina tem assinalado que os deveres de cuidado assumem especial importância, uma vez que, em regra, estarão em causa operações que implicam investimentos de relevo por parte da sociedade e às quais se associam riscos de ordem diversa⁸³. A este propósito, destacar-se-á, em particular, a primeira das categorias referidas *supra*, ou seja, a dos deveres relativos à tomada de decisões de gestão pela administração e, em concreto, o dever de preparação adequada das decisões de gestão.

O conteúdo do dever de cuidado da administração, neste contexto, traduzir-se-á, essencialmente, na obrigação de obter a informação necessária para possibilitar a tomada de uma decisão razoável⁸⁴, o que, em concreto, como refere a doutrina, poderá corresponder à “preparação de estudos adequados” ou ao “recurso a consultores [...]” para consolidação, preparação e tratamento da informação disponível [...]”⁸⁵.

É neste contexto que a decisão de realizar, ou não, uma *DD* e a definição do seu âmbito e profundidade, se liga com a matéria do dever de cuidado, uma vez que, no plano da aquisição de empresas, o modo típico de obtenção de informação sobre o *target* –

⁸² BRUNO FERREIRA, 2008, pp. 29-30. No primeiro grupo incluem-se os deveres de preparação adequada das decisões de gestão, de tomar decisões de gestão racionais e de tomar decisões de gestão razoáveis, enquanto que no segundo se incluem os deveres de vigilância e investigação e o dever de disponibilidade. Para uma classificação distinta, ainda que próxima, v., entre outros, COUTINHO DE ABREU, 2007, p. 20, que distingue entre o dever de controlo ou vigilância organizativo-funcional, o dever de atuação procedimentalmente correta (para a tomada de decisões) e o dever de tomar decisões substancialmente razoáveis, ou ENGRÁCIA ANTUNES, 2023, pp. 346-347, que distingue entre obrigações de acompanhamento e vigilância da gestão quotidiana dos negócios sociais, de exame e averiguação de circunstâncias ou factos relevantes para a gestão social e de observância de processos adequados tendentes à tomada de decisões.

⁸³ PAULO CÂMARA e MIGUEL BRITO BASTOS, 2011, pp. 17-18 e 30-31, e JÉSSICA FERREIRA, 2018, p. 199.

⁸⁴ COUTINHO DE ABREU, 2007, p. 20, e RICARDO COSTA, 2011, p. 169.

⁸⁵ Citamos BRUNO FERREIRA, 2008, p. 42. Em sentido próximo, FRANCESCO GAMBARO, 2006, p. 915.

etapa, como vimos, fundamental, para a preparação da decisão de celebração do negócio pela administração – corresponde à realização de uma *DD*⁸⁶.

A importância da realização de uma *DD* para a tutela do adquirente não se limita, contudo, ao plano da preparação e da formação do negócio. Na verdade, para além de uma função preventiva, a realização de uma auditoria legal poderá contribuir, parece-nos, para modelar a aplicação dos regimes que poderão ser convocados pelo comprador, numa perspetiva reativa, quando sofra danos no âmbito do processo negocial ou mesmo após a celebração do contrato⁸⁷.

No capítulo anterior referimo-nos à existência de um ónus de autoinformação do adquirente, de cujo cumprimento dependeria, em regra, a possibilidade de se afirmar a existência de deveres de informação na esfera da contraparte. Muito embora, no contexto de um *share deal*, a ausência de uma auditoria legal não permita afastar, desde logo, a responsabilidade do alienante pela prestação de informações⁸⁸, será bastante mais difícil provar o cumprimento desse mesmo ónus quando não haja lugar à realização de uma *DD*.

Com efeito, a *DD* desempenha também uma função probatória, permitindo a determinação, por um lado, das informações que tenham sido solicitadas pelo adquirente no cumprimento do seu ónus de autoinformação (assumindo, aqui, particular relevo a leitura da *checklist*) e, por outro, das informações que foram efetivamente prestadas pelo alienante (destacando-se, neste âmbito, o relatório da auditoria e, em especial, a lista de documentação disponibilizada na *data room*)⁸⁹.

Encontrando-se corretamente documentados os “fluxos informativos pré-contratuais”⁹⁰ entre as partes envolvidas na operação, será também mais fácil determinar

⁸⁶ Neste sentido, por todos, PAULO CÂMARA e MIGUEL BRITO BASTOS, 2011, p. 30.

⁸⁷ Como refere JOSÉ FERREIRA GOMES, 2022, p. 203, “[a] *due diligence* constitui [...] ponto de partida para a análise, cumprimento ou defesa contra pretensões entre as partes”.

⁸⁸ Encontrando os deveres de informação a sua fonte na boa-fé, existirão hipóteses em que se poderá considerar, perante as especificidades da situação *sub judice*, que, apesar de não se ter realizado qualquer auditoria legal, o vendedor estará, ainda assim, obrigado a prestar determinadas informações ao comprador. Seguimos, assim, a posição de CATARINA MONTEIRO PIRES, 2018, p. 37, e afastamo-nos, por isso, da posição de PAULO CÂMARA e MIGUEL BRITO BASTOS, 2011, p. 29, que defendem a equiparação do desconhecimento de determinados aspetos da empresa negociada ao conhecimento efetivo desses mesmos aspetos, quando essa situação de desconhecimento se fique a dever à não realização de uma *DD*.

⁸⁹ Neste sentido, v. FÁBIO RUSSO, 2011, pp. 17-18, e JOSÉ FERREIRA GOMES, 2022, pp. 202-203.

⁹⁰ A expressão é de ENGRÁCIA ANTUNES, 2008, p. 753.

o âmbito concreto dos deveres pré-contratuais de informação do alienante⁹¹, e, consequentemente, responsabilizá-lo com fundamento em *culpa in contrahendo*⁹², caso se verifique o incumprimento desses mesmos deveres⁹³.

Um outro regime, cuja aplicação é tipicamente equacionada pela doutrina no âmbito das operações de aquisição de empresas, é o da compra e venda de bens onerados e coisas defeituosas⁹⁴⁻⁹⁵. Através da realização de uma *DD* permite-se que o comprador

⁹¹ Podendo afirmar-se, juntamente com FÁBIO RUSSO, 2011, pp. 22-23, que o dever de informação pré-contratual se intensificará em relação a tudo o que esteja relacionado, ainda que indiretamente, com o objeto da *DD*.

⁹² No específico contexto das operações de aquisição de empresas, e, em particular, no que respeita à fase pré-contratual – momento no qual a *DD* tem geralmente lugar – a *culpa in contrahendo* será geralmente convocada para dar resposta a situações de violação de deveres de informação. No entanto, atendendo ao facto de que o regime da compra e venda de bens onerados e de coisa defeituosa, a que nos referiremos de seguida, oferece um leque de meios de reação mais alargado ao comprador, a aplicação da *culpa in contrahendo*, no âmbito dos *share deals*, terá um carácter essencialmente complementar, assumindo relevo, como apontam PINTO MONTEIRO e PAULO MOTA PINTO, 2009, p. 720, quando, por alguma razão, não se possa aplicar aquele regime ou, como refere ENGRÁCIA ANTUNES, 2008, p. 778, quando o mesmo não assegure proteção adequada ao adquirente. Sobre a responsabilidade pré-contratual em geral, no ordenamento jurídico português, v., entre outros, as obras de ANA PRATA, 1991, *passim*, ou, mais recentemente, de CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA, 2022, pp. 205-236.

⁹³ Como já referimos, os deveres de informação não se esgotam nos elementos que tenham sido transmitidos entre as partes no âmbito da *DD* – a boa-fé pode exigir que o alienante esclareça o adquirente sobre aspetos não abrangidos pelo âmbito da auditoria.

⁹⁴ Este regime encontra acolhimento legal, em Portugal, nos arts. 905.º a 922.º do CC. Historicamente, autores como ANTUNES VARELA, 1993, pp. 285-288 e 311-312, ou ALMEIDA COSTA, 1993, pp. 150-152, afastavam a possibilidade de aplicação deste regime aos *share deals*, considerando que, no âmbito dos negócios de transmissão de participações sociais, caso se verificasse algum vício na esfera da empresa detida pelo *target*, tal situação poderia apenas ser enquadrada no âmbito dos regimes da *culpa in contrahendo* ou dos vícios da vontade (em particular, do erro sobre a base do negócio). Esta posição baseava-se na leitura adotada pelas primeiras decisões jurisprudenciais sobre esta matéria na Alemanha, que viria, mais tarde, a ser abandonada, acabando os tribunais superiores deste país por reconhecer a equiparação entre transmissão direta e indireta da empresa – v., a este propósito, NOGUEIRA SERENS, 2016, pp. 57-58. Hoje, contudo, o consenso na doutrina, como apontámos *supra* no subcapítulo 2.1., é no sentido de estabelecer uma equiparação entre transmissão direta e indireta da empresa, defendendo-se, por isso, a aplicação do regime da garantia edilícia aos *share deals*, ainda que os vícios incidam não sobre o seu objeto direto (as participações sociais) mas sobre o seu objeto indireto (a empresa). Neste sentido, v., entre outros, ENGRÁCIA ANTUNES, 2008, pp. 779-781, PINTO MONTEIRO e PAULO MOTA PINTO, 2009, pp. 720-722, ou JOSÉ FERREIRA GOMES, 2022, pp. 483-486.

⁹⁵ A aplicação, em concreto, das disposições legais relevantes às operações de transmissão indireta de empresas dependerá, como lembra CATARINA MONTEIRO PIRES, 2018, pp. 98-99, das circunstâncias de cada caso, assumindo relevo o regime da compra e venda de coisas defeituosas, quando se verifique um vício de facto na empresa detida pelo *target*, e o regime da compra e venda de bens onerados caso esteja em causa um vício de direito. O mesmo raciocínio será de aplicar, como aponta ENGRÁCIA ANTUNES, 2008, p. 779, aos ónus ou defeitos que afetem as próprias participações sociais em si mesmas (o autor dá como exemplo as hipóteses em que os próprios títulos de ações se encontram danificados ou em que a informação deles constante não corresponde com o disposto nos estatutos sociais).

obtenha, precisamente, conhecimento sobre os vícios de que poderá padecer a empresa que pretende adquirir⁹⁶.

Daqui decorre que, aceitando o comprador celebrar o contrato após a conclusão de uma auditoria, não poderá vir a responsabilizar, posteriormente, o vendedor pelos ónus ou defeitos que tenham sido descobertos no seu âmbito, pelo que se poderia afirmar, que, afinal, a realização de uma *DD* levaria a um enfraquecimento da posição jurídica do adquirente⁹⁷.

Contudo, se é verdade que não se poderá responsabilizar o alienante pelos vícios que tenham sido revelados no decurso da auditoria⁹⁸, parece-nos que, no que respeita aos ónus ou defeitos que não tenham sido descobertos, a realização de uma *DD* poderá acabar por facilitar a aplicação deste regime.

Com efeito, através da descrição completa da situação do *target* e da empresa por ele detida, tipicamente incluída no relatório final da *DD*, será possível determinar, de forma mais clara, as qualidades que a empresa possuía no momento da sua transmissão e que foram aceites pelas partes, sendo que, como aponta FÁBIO RUSSO, “[...] uma vez obtido o acordo contratual sobre o que a coisa deve ser, mais facilmente se demonstrará a divergência desse *dever ser* face ao que ela efetivamente é”⁹⁹.

⁹⁶ Para efeitos da aplicação deste regime no contexto da aquisição de empresas, serão apenas relevantes os vícios que, nas palavras de PEDRO ROMANO MARTÍNEZ e RUI SOARES PEREIRA, 2022, p. 64, tenham implicações “no valor, posição no mercado ou funcionalidade” da empresa como um todo. Significa isto que, em regra, não se poderão ter em conta os vícios que afetem apenas elementos individualmente considerados do estabelecimento, a não ser que os ónus ou defeitos que afetem tais elementos se projetem sobre a unidade a que corresponde a empresa afetando a sua “atividade, aviamento ou valor globais”, tal como refere ENGRÁCIA ANTUNES, 2008, p. 777, n. (136). Exemplos tipicamente apontados neste âmbito correspondem à existência de defeitos materiais ou de ónus ou encargos sobre determinados equipamentos ou sobre as instalações da empresa bem como à falta de licenças ou de autorizações administrativas – v., a este propósito, por todos, JOSÉ FERREIRA GOMES, 2022, pp. 480-482 .

⁹⁷ V., neste sentido, entre outros, SOVERAL MARTINS, 2017, pp. 165-166, FÁBIO RUSSO, 2011, p. 24, ou JÉSSICA FERREIRA, 2018, pp. 199-200. De facto, como aponta CALVÃO DA SILVA, 1999, pp. 191-192, “[...] o vício *conhecido* do comprador no momento da conclusão do contrato exclui a garantia, em virtude de estar convenientemente elucidado e ter aceitado a coisa defeituosa com conhecimento de causa [...]” (sublinhado do autor). Em sentido próximo, v., também, PAULO MOTA PINTO, 2000, pp. 245-247.

⁹⁸ Em relação a estes vícios, a proteção do adquirente terá de ser, necessariamente, promovida através de uma via preventiva. De facto, encontrando-se identificadas as principais contingências que afetam a empresa, o adquirente poderá, no quadro da negociação, exigir ao alienante a prestação de garantias específicas ou a redução do preço de transmissão, sendo que, em último caso, terá sempre a possibilidade de decidir não celebrar o contrato, se entender que as suas pretensões não se encontram adequadamente satisfeitas.

⁹⁹ FÁBIO RUSSO, 2011, pp. 22-23. O sublinhado é do autor. No mesmo sentido, v., de forma clara, o acórdão do TRL de 24/04/2019 (processo n.º 32179/16.4T8LSB.L1-2): “A elaboração de uma *due*

Concluída esta breve referência a alguns dos regimes tipicamente convocados para proteger o adquirente, no quadro dos *share deals*, e à sua relação com a *DD*, poderíamos inclinar-nos para responder afirmativamente à questão que colocámos no início deste capítulo.

Parece-nos, contudo, que seria precipitado defender, em geral, que a administração da sociedade adquirente teria, necessariamente, por força dos deveres de cuidado que sobre ela impendem, a obrigação de realizar uma *DD* antes de decidir sobre a aquisição de qualquer empresa.

Na verdade, conforme refere a doutrina, determinar se um administrador atuou com o cuidado, que lhe era exigido por lei, no âmbito da tomada de uma decisão é algo que só é possível atendendo às circunstâncias de cada caso e, em particular, a fatores como a natureza e a importância da decisão em causa, o tempo disponível para a tomar, e os custos associados à obtenção das informações que poderiam assumir relevo nesse contexto¹⁰⁰.

Nessa medida, existirão situações em que não será necessária a realização de uma *DD* para que se considerem cumpridos os deveres de cuidado dos administradores no âmbito da fase negocial de um *share deal*. De facto, a auditoria legal corresponde tipicamente a um processo dispendioso para quem a promove, podendo, em si mesma, representar um investimento significativo para o comprador, num momento em que não possui ainda certezas sobre se efetivamente procederá, ou não, à aquisição do *target*¹⁰¹.

diligence tende a majorar a responsabilidade do vendedor. Existindo um documento que contém as características da sociedade, de forma detalhada, será mais fácil para o comprador demonstrar, posteriormente, uma eventual desconformidade entre o objecto acordado e aquele que foi efectivamente entregue”. A este propósito cabe também notar que, como tivemos já a oportunidade de apontar *supra*, no capítulo 3.1., a realização da *DD* permitirá aprimorar a redação das cláusulas de declarações e garantias, oferecendo, deste modo, ao adquirente um outro meio de reação caso se verifique a existência de vícios na empresa – a responsabilidade do alienante por violação de garantias. Sobre esta matéria em particular, v., em Portugal, CATARINA MONTEIRO PIRES, 2018, pp. 109-112, e JOSÉ FERREIRA GOMES, 2022, pp. 463-466 e, no Direito inglês, J. BEATSON, 2002, pp. 138-140.

¹⁰⁰ Neste sentido, v., entre outros, COUTINHO DE ABREU, 2007, p. 20 e RICARDO COSTA, 2011, p. 168.

¹⁰¹ Realçando esta questão, NUNO ROLDÃO e ANA TEIXEIRA, 2011, p. 111.

Por essa razão, estando em causa uma operação de aquisição à qual se associe um grau de risco menor¹⁰², seja pela sua inerente simplicidade¹⁰³, seja pelo facto de a administração da sociedade adquirente possuir já um grau adequado de informação em relação ao *target* para tomar uma decisão, poderá considerar-se legítima a opção de avançar para a celebração do negócio sem que se realize uma auditoria prévia¹⁰⁴.

A análise da atuação dos administradores será, reiteramo-lo, necessariamente casuística, não se podendo, por isso, afirmar que, no ordenamento jurídico português, o dever geral de cuidado impõe a realização de uma *DD* em qualquer operação de aquisição de uma empresa.¹⁰⁵ Nas palavras de CATARINA MONTEIRO PIRES, “[...] a administração *pode* ter o dever de realizar uma *due diligence* ou *pode não ter*: esta é uma conclusão que só pode ser extraída perante o caso concreto”¹⁰⁶.

De todo o modo, parece-nos evidente que, nas hipóteses em que a sociedade venha a sofrer danos no contexto da aquisição de uma empresa, a realização de uma auditoria legal por parte da administração será um dos principais fatores a ter em conta na apreciação da sua atuação, designadamente para efeitos da aplicação do disposto no n.º 2 do art. 72.º do CSC.

Esta norma acolhe, no âmbito do Direito positivo português, a *business judgment rule*, permitindo aos administradores afastarem a sua responsabilidade civil, perante a sociedade, pelos danos que esta tenha sofrido, quando provem que atuaram em termos

¹⁰² Referindo expressamente que a liberdade de decisão da administração, quanto à promoção, ou não, de uma *DD* estará diretamente relacionada com o grau de risco concreto da operação, v. CATARINA MONTEIRO PIRES, 2018, p. 45.

¹⁰³ É importante notar que a simplicidade da operação não estará, necessariamente, associada com a maior ou menor dimensão do *target*, uma vez que, como lembram NUNO ROLDÃO e ANA TEIXEIRA, 2011, p. 112, enquanto que as empresas de maior dimensão se encontram, em geral, sujeitas a um controlo e fiscalização mais exigentes, as empresas mais pequenas encontram-se, geralmente, mais “fechadas” sobre si mesmas (destacando-se, neste âmbito, o risco de existirem situações de mistura de patrimónios entre a sociedade e os seus sócios).

¹⁰⁴ Neste sentido, v. PAULO CÂMARA e MIGUEL BRITO BASTOS, 2011, pp. 30-31 e RITA CUNHA, 2020, pp. 287-288. Como aponta esta autora, mesmo em hipóteses em que a realização de uma *DD* se justificaria em abstrato, não sendo possível proceder a tal realização em tempo útil, poderá considerar-se que, de modo a aproveitar uma dada oportunidade de negócio, fará mais sentido avançar desde logo para a aquisição da empresa pretendida, ainda que com um grau de informação inferior ao que seria ideal.

¹⁰⁵ Neste sentido, CATARINA MONTEIRO PIRES, 2018, pp. 45-46 e RITA CUNHA, 2020, pp. 287-288.

¹⁰⁶ CATARINA MONTEIRO PIRES, 2018, pp. 45-46 (o sublinhado é da autora). A resposta a esta questão dependerá, como lembra a autora, da determinação daquela que seria a conduta de um “gestor criterioso e ordenado” naquelas circunstâncias.

informados, livres de qualquer interesse pessoal e segundo critérios de racionalidade empresarial.¹⁰⁷

No que respeita a esta questão, assumirá relevo, uma vez mais, a já mencionada função probatória da *DD*. De facto, nos casos em que a administração opte pela realização de uma auditoria legal, será bastante mais simples demonstrar que foram adotadas as medidas necessárias para obter todos os elementos adequados para a tomada da decisão de gestão, cumprindo, desse modo, com os seus deveres de cuidado.

Assim, poderão os administradores, nestas hipóteses, alegar, por um lado, que cumpriram o primeiro dos pressupostos de aplicação do n.º 2 do art. 72.º do CSC¹⁰⁸, ou seja, que atuaram em termos informados, e, por outro, poderão mesmo afastar completamente a sua responsabilidade, perante a sociedade, pelos danos ou prejuízos que resultem da celebração do *share deal*, desde que provem que os demais pressupostos da *business judgment rule* se encontram também preenchidos¹⁰⁹.

¹⁰⁷ A *business judgment rule* corresponde a uma criação jurisprudencial norte-americana, assumindo, no quadro desse ordenamento jurídico, diferentes configurações, como aponta BRUNO FERREIRA, 2008, p. 19. Em Portugal, esta figura foi acolhida como causa de exclusão da responsabilidade dos administradores, conforme decorre da leitura do já citado n.º 2 do art. 72.º do CSC. A finalidade desta norma, como lembram, entre outros, CARNEIRO DA FRADA, 2007, pp. 181-182, e RICARDO COSTA, 2007b, pp. 53-56, foi proteger a inovação, a criatividade e a disponibilidade para o risco dos administradores das sociedades que são inerentes às decisões empresariais, impedindo-se, assim, os tribunais de exercerem um “controlo judicial *ex post*” do mérito dessas mesmas decisões. Sendo estes os motivos que justificam o acolhimento da *business judgment rule* no nosso ordenamento jurídico, compreende-se que, como aponta este último autor, *ibidem*, pp. 67-68, apenas se possibilite a exclusão da responsabilidade dos administradores em relação a decisões que sejam tomadas no âmbito da margem de discricionariedade que a lei lhes reconhece. Assim, como refere MARIA DE FÁTIMA RIBEIRO, 2011, p. 29, esta figura só poderá ser invocada quando se verificarem situações de violação do dever de cuidado, visto que, no cumprimento do dever geral de lealdade, bem como dos deveres específicos dos administradores (de origem legal, estatutária ou contratual), não se poderá alegar a existência de qualquer discricionariedade, na medida em que estarão em causa hipóteses de atuação vinculada.

¹⁰⁸ Sobre os pressupostos de aplicação da *business judgment rule*, v. RICARDO COSTA, 2007b, pp. 79-86 e, em especial, quanto à atuação em termos informados, pp. 82-83.

¹⁰⁹ Neste sentido, FÁBIO RUSSO, 2011, p. 18, e JÉSSICA FERREIRA, 2018, p. 199.

5. A qualificação jurídica da *due diligence*

Concluimos, no capítulo anterior, que o dever geral de cuidado não impõe que a administração de uma sociedade que pretenda adquirir uma empresa promova sempre a realização de uma *DD* antes da celebração do negócio, dependendo essa apreciação das circunstâncias de cada caso.

Contudo, e no que respeita à posição jurídica da própria sociedade adquirente, a doutrina e a jurisprudência têm defendido que existe um verdadeiro ónus de realização de uma auditoria legal à sociedade-alvo, desde que a mesma ou o vendedor consintam na sua realização¹¹⁰. Trata-se, no entanto, de um entendimento que não acompanhamos.

É evidente que, de um ponto de vista material, a realização de uma *DD* trará, como já referimos, benefícios para a posição do adquirente¹¹¹. Contudo, em nosso entender, isto não basta para que se possa efetivamente defender a existência de um ónus de realização de uma auditoria legal.

Um ónus pode ser definido, de acordo com a doutrina, como o comportamento necessário para a realização de um interesse próprio do seu titular, permitindo-lhe, através do seu cumprimento, obter uma vantagem ou evitar uma desvantagem que, de outro modo, não poderia ser obtida ou evitada¹¹².

Exemplo claro de um verdadeiro ónus, no quadro de uma relação negocial, é, nessa medida, o ónus de autoinformação. De facto, e como também tivemos já a oportunidade de referir¹¹³, o vendedor só estará obrigado a prestar informações ao comprador se este tiver atuado diligentemente no sentido de se procurar esclarecer sobre

¹¹⁰ Neste sentido, v., entre outros, PINTO MONTEIRO e PAULO MOTA PINTO, 2009, p. 686, n. (5), PAULO CÂMARA e MIGUEL BRITO BASTOS, 2011, p. 27, n. (39), ou JOSÉ FERREIRA GOMES, 2022, p. 206. Na jurisprudência destacam-se os acórdãos do STJ de 26/11/2014 (processo n.º 282/04.9TBAVR.C2.S1) e do TRP de 14/01/2020 (processo n.º 4738/15.0T8MAI-A.P1).

¹¹¹ Por um lado, reiteramos, a *DD* desempenha um importante papel preventivo, permitindo ao comprador obter informação sobre a empresa que pretende adquirir e contribuindo, assim, para uma livre e correta formação da sua vontade negocial. Por outro lado, recorde-se que, atendendo à sua função probatória, a *DD* facilitará a aplicação dos meios legais de reação geralmente convocados para proteger o adquirente nas hipóteses em que sofra danos ou prejuízos no quadro de uma operação de aquisição de uma empresa (por exemplo, pelo facto de a mesma padecer de ónus ou defeitos).

¹¹² Neste sentido, v., de forma elucidativa, BAPTISTA MACHADO, 1982, pp. 84-85, autor que refere que o ónus corresponde a uma “[...] condição da obtenção de uma certa vantagem para o agente [...] ou para evitar uma desvantagem”. Em sentido próximo, v., também, CARLOS ALBERTO DA MOTA PINTO, 2020, p. 188 ou ANA PRATA, 2008, p. 1009.

¹¹³ V. o subcapítulo 3.2. *supra*.

todos os aspetos relativos ao objeto do negócio que assumam relevo para a formação da sua vontade. Existe, por isso, um comportamento *necessário* (a atuação diligente do comprador) para que se produza um determinado efeito jurídico (o surgimento do dever de informação do vendedor).

O mesmo não se verifica, contudo, no que respeita à realização, ou não, de uma *DD*. Com efeito, se a opção de promover, ou não, uma auditoria legal, não será, pelas razões que já apontámos, neutra ou irrelevante para a tutela da posição do adquirente, a verdade é que, não é pelo facto de o comprador prescindir da realização de uma *DD* que tal possibilitará excluir, desde logo, a existência dos deveres de informação e de esclarecimento do vendedor ou a sua responsabilidade pelos vícios de que padeça a empresa transmitida¹¹⁴.

Não se pode afirmar, por isso, que existam vantagens ou benefícios jurídicos que dependam estritamente da realização de uma *DD* e que, como tal, o comprador tenha o ónus de realizar uma auditoria legal¹¹⁵.

Assim, verdadeiramente relevante, neste âmbito, será que o adquirente cumpra o seu ónus de autoinformação, podendo, para esse efeito, proceder, ou não, à realização de uma *DD*, de acordo com as circunstâncias específicas de cada caso¹¹⁶.

¹¹⁴ Neste sentido, CATARINA MONTEIRO PIRES, 2018, pp. 37-38.

¹¹⁵ Em sentido idêntico, FÁBIO RUSSO, 2011, p. 26, n. (31). Parece-nos que, para que tal acontecesse, teriam de existir efeitos jurídicos cuja produção, em concreto, dependesse necessariamente da promoção de uma *DD* pelo comprador. É certo que a realização de uma auditoria legal contribuirá, de forma significativa, para que o adquirente obtenha vantagens e, sobretudo, para que evite desvantagens. Contudo, tendo em conta que a obtenção dessas vantagens ou a prevenção dessas desvantagens não depende estritamente da realização de uma *DD*, não se poderá afirmar que estará em causa um verdadeiro ónus jurídico.

¹¹⁶ A obtenção de informação sobre o *target* não exigirá, em todos os casos, uma análise com o nível de complexidade e profundidade que tipicamente se associam a uma auditoria legal. Como lembra PEDRO ROMANO MARTÍNEZ, 2001, p. 185, ainda que num contexto diferente, “[o] adquirente [...] não tem de efectuar um exame complexo, nomeadamente recorrendo a peritos, mas impõe-se-lhe uma apreciação diligente, de forma a determinar as desconformidades patentes [...]” da coisa que pretenda comprar. De facto, se conforme apontam PAULO CÂMARA e MIGUEL BRITO BASTOS, 2011, p. 30, a *DD* corresponde ao modo típico de cumprimento do ónus de autoinformação do adquirente no contexto da aquisição de empresas, saber, ou não, se esse ónus deverá ser cumprido através de uma auditoria legal dependerá, como vimos no capítulo anterior, de diversos fatores, entre os quais se destaca o grau de risco concreto associado à operação de aquisição.

6. Conclusões

1. Os diversos mecanismos negociais de transmissão de uma empresa podem ser reconduzidos a duas categorias essenciais: *asset deals* e *share deals*. No primeiro caso, haverá lugar à transmissão direta da titularidade jurídica sobre o próprio estabelecimento comercial. Já no segundo caso, o objeto imediato do negócio serão participações sociais de domínio numa determinada sociedade, possibilitando ao seu adquirente o exercício, por via indireta, do controlo da gestão da atividade das empresas que a mesma detenha.

2. Contudo, nem todos os negócios sobre participações sociais corresponderão a uma forma indireta de aquisição de uma empresa. Para que isso aconteça é necessário, por um lado, que haja lugar à transmissão de participações, que permitam ao adquirente assumir o controlo do estabelecimento detido pelo *target*, e, por outro lado, que a interpretação da concreta relação negocial entre as partes revele que a sua vontade não correspondia à realização de uma simples transferência de participações sociais mas sim à efetiva transmissão de uma empresa, ainda que por via indireta.

3. A *DD* consiste numa operação complexa de recolha e análise de informação sobre diversos aspetos relacionados com a atividade da sociedade-alvo e com o seu património. A sua realização é uma prática cada vez mais comum e importante no período que antecede a conclusão de um *share deal*, desempenhando um papel fundamental para a livre e correta formação da vontade do adquirente.

4. A importância da auditoria legal torna-se ainda mais clara no quadro de um ordenamento jurídico como o português, em que se entende que o comprador estará sujeito a um ónus de autoinformação, não se impondo ao vendedor um dever de informar o adquirente sobre os aspetos de que este poderia ter tomado conhecimento se tivesse atuado diligentemente na análise do objeto do negócio, antes de proceder à sua celebração.

5. O relevo da *DD* não se esgota, contudo, num plano preventivo, assumindo uma importante função probatória. Nesse sentido, a realização de uma *DD* facilitará, ao comprador, não só a prova dos factos e das informações que foram, ou não, revelados no âmbito do processo de formação do contrato, contribuindo, assim, para a demonstração do cumprimento do seu ónus de autoinformação e para a eventual responsabilização do alienante pela violação dos seus deveres de informação, mas também para a determinação

das concretas qualidades que a empresa possuía no momento da sua transmissão, o que será fundamental para a aplicação do regime da compra e venda de bens onerados e coisas defeituosas, quando a mesma seja alienada com vícios.

6. Nesse sentido, poder-se-ia considerar que, por força do dever geral de cuidado e, em particular, do dever de preparação adequada das decisões de gestão, a administração da sociedade adquirente teria sempre a obrigação de realizar uma auditoria legal antes da conclusão de qualquer *share deal*. Sucede que tal apreciação terá de ser necessariamente casuística, uma vez que, atendendo a fatores como o grau de risco da operação, os custos associados à obtenção da informação e o tempo disponível para análise, a realização de uma *DD* poderá não corresponder à decisão mais razoável.

7. Por outro lado, e atendendo novamente ao importante papel desempenhado pela auditoria legal, tem-se entendido que a sua realização poderá corresponder a um ónus da sociedade adquirente. Afastamo-nos, contudo, dessa posição, uma vez que a realização de uma auditoria legal, apesar de não se tratar de uma opção neutra ou irrelevante por parte do adquirente, não corresponde a um comportamento verdadeiramente necessário para que o mesmo obtenha uma vantagem ou evite uma desvantagem, não se enquadrando, por isso, naquela que é a definição de ónus jurídico tipicamente proposta pela doutrina.

Bibliografia

- ABREU, Bernardo Teixeira de - O Financiamento Bancário para Aquisição de Empresas. **Estudos do Instituto do Conhecimento AB**. N.º 1 (2013), pp. 217–266.
- ABREU, Jorge Coutinho de - **Da Empresarialidade: As Empresas no Direito**. Coimbra : Almedina, 1996.
- _____. Deveres de Cuidado e de Lealdade dos Administradores e Interesse Social. In **Reformas do Código das Sociedades**. Coimbra : Almedina, 2007. pp. 17–47.
- _____. **Curso de Direito Comercial**. Vol. I – Introdução, Atos de Comércio, Comerciantes, Empresas, Sinais Distintivos. 13.ª ed. Coimbra : Almedina, 2022.
- _____. **Curso de Direito Comercial**. Vol. II – Das Sociedades. 7.ª ed. Coimbra : Almedina, 2021.
- ALMEIDA, Carlos Ferreira de - **Contratos I – Conceitos, Fontes, Formação**. 7.ª ed por Maria Helena Brito, Jorge Morais Carvalho e Assunção Cristas. Coimbra : Almedina, 2022.
- ALMEIDA, Gonçalo Simões de - Declarações e garantias na transmissão de empresas. **Direito das Sociedades em Revista**. Ano 12, vol. 23 (2020), pp. 243–272.
- ANTUNES, José Engrácia - **Os Grupos de Sociedades**. 2.ª ed. Coimbra : Almedina, 2002.
- _____. A Empresa como Objecto de Negócios – “Asset Deals” Versus “Share Deals”. **Revista da Ordem dos Advogados**. Ano 68, vols. II e III (2008), pp. 715–793.
- _____. **Direito das Sociedades**. 11.ª ed., do autor. Porto, 2023.
- BASTOS, Miguel Brito - Deveres acessórios de informação. Em especial, os deveres de informação do credor perante o fiador. **Revista de Direito das Sociedades**. Ano 5, n.ºs 1 e 2 (2013), pp. 181–281.
- BEATSON, J. – **Anson’s Law of Contract**. 28.ª Ed. Oxford : Oxford University Press, 2002.

- BOTELHO, Maria de Deus - Deveres de lealdade dos administradores no período pré-venda da sociedade. In **V Congresso Direito das Sociedades em Revista**. Coimbra : Almedina, 2018, pp. 33–48.
- CÂMARA, Paulo; BASTOS, Miguel Brito - O Direito da aquisição de empresas: uma introdução. In **Aquisição de Empresas**. Coimbra : Coimbra Editora, 2011, pp. 13–64.
- CARVALHO, Orlando De - **Crítério e Estrutura do Estabelecimento Comercial - O Problema da Empresa como Objecto de Negócios**. Coimbra : Atlântida Editora, 1967.
- CMVM - **Respostas à Consulta Pública nº 1/2006 sobre Alterações ao Código das Sociedades Comerciais** [Em linha]. Lisboa : CMVM. [Consult. 2 abr. 2023]. Disponível em WWW:<URL:https://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/ConsultasPublicas/CMVM/anejos/Paginas/20060302a.aspx>.
- CORDEIRO, António Menezes - **Da Boa Fé no Direito Civil**. Coimbra : Almedina, 1984 (8.^a reimpressão de 2020).
- _____. Os deveres fundamentais dos administradores das sociedades (Artigo 64.º/1 do CSC). **Revista da Ordem dos Advogados**. Ano 66, vol. II (2006), pp. 443–488.
- CORDEIRO, António Menezes; LEAL, Ana Alves - Anotação ao art. 215.º do CSC. In **Código das Sociedades Comerciais Anotado**. 5.^a ed. Coimbra : Almedina, 2022, pp. 762–767.
- CORDEIRO, António Menezes; OLIVEIRA, Madalena Perestrelo De - Anotação ao art. 291.º do CSC. In **Código das Sociedades Comerciais Anotado**. 5.^a ed. Coimbra : Almedina, 2022, pp. 1010–1015.
- CORREIA, António Ferrer; SÁ, Almeno de - Parecer de Direito. In **A Privatização da Sociedade Financeira Portuguesa**. 1.^a ed. Lisboa : Lex, 1995, pp. 255–302.
- CORTEZ, Jorge Simões - **A empresa – reflexões sobre a natureza e a transmissão da empresa (em especial, a transmissão parcial universal)**. 1.^a ed. Porto : U. Porto Press, 2022.

- COSTA, Mariana Fontes da - O dever pré-contratual de informação. **Revista da Faculdade de Direito da Universidade do Porto**. Ano 4 (2007), pp. 366–394.
- _____. **Da Alteração Superveniente das Circunstâncias - Em especial, à luz dos contratos bilateralmente comerciais**. Coimbra : Almedina, 2017.
- COSTA, Mário Júlio de Almeida – Voto de vencido no Acórdão do Tribunal Arbitral de 31 de Março de 1993. **Revista de Legislação e Jurisprudência**. Ano 126, n.ºs 3829 e 3830 (1993), pp. 149-159.
- COSTA, Ricardo - O novo regime do arrendamento urbano e os negócios sobre a empresa. In **Nos 20 Anos do Código das Sociedades Comerciais - Homenagem aos Profs. Doutores A. Ferrer Correia, Orlando de Carvalho e Vasco Lobo Xavier**. Vol. I. Coimbra : Coimbra Editora, 2007a, pp. 479–523.
- _____. Responsabilidade dos Administradores e Business Judgment Rule. In **Reformas do Código das Sociedades**. Coimbra : Almedina, 2007b, pp. 51–86.
- _____. Deveres Gerais dos Administradores e “Gestor Criterioso e Ordenado”. In **I Congresso Direito das Sociedades em Revista**. Coimbra : Almedina, 2011, pp. 157–189.
- CUNHA, Rita Carrilho da - Dos mecanismos voluntários de tutela do adquirente em contratos de compra e venda de empresa – em especial, a Due Diligence e as Representations & Warranties. **Direito das Sociedades em Revista**. Ano 12, vol. 23 (2020), pp. 273–303.
- EMMERICH, Adam O.; NORWITZ, Trevor S. - 2021’s Most Interesting Developments in M&A. In **The International Comparative Legal Guide to: Mergers & Acquisitions 2022**. 16.^a ed. [S.l.] : Global Legal Group Ltd., 2022. pp. 1–5.
- FERREIRA, Bruno - Os deveres de cuidado de administradores e gerentes. **Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários**. N.º 31 (2008), pp. 8–49.
- FERREIRA, Jéssica Rodrigues - Share Deal e Vícios no Património da Sociedade Alvo – Breves Notas a Propósito da Tutela do Adquirente. **Direito das Sociedades em Revista**. Ano 10, vol. 19 (2018), pp. 169-206.

- FRADA, Manuel Carneiro da - A business judgment rule no quadro dos deveres gerais dos administradores. **Revista da Ordem dos Advogados**. Ano 67, vol. I (2007), pp. 159–205.
- GAUGHAN, Patrick A. – **Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings**. 7.^a ed. Hoboken : Wiley, 2017.
- GAMBARO, Francesco L. – Brevi considerazioni in tema di così detta *Due Diligence*. **Rivista di diritto privato**. Ano 11, n.º 4 (2006), pp. 897–920.
- GOMES, José Ferreira - **M&A: Aquisição de empresas e de participações sociais**. Lisboa : Associação Académica da Faculdade de Direito de Lisboa, 2022.
- GREZZANA, Giacomo Luiz Maria Oliveira - **A Natureza Jurídica da Cláusula de Declarações e Garantias em Alienação de Participação Societária**. Dissertação apresentada à Banca Examinadora do Programa de Pós-Graduação em Direito da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2019.
- JÚNIOR, Eduardo Santos - Acordos intermédios: entre o início e o termo das negociações para a conclusão de um contrato. **Revista da Ordem dos Advogados**. Ano 57, Vol. II (1997), pp. 565–604.
- KESSLER, Friedrich; FINE, Edith - Culpa in Contrahendo, Bargaining in Good Faith, and Freedom of Contract: A Comparative Study. **Harvard Law Review**. Vol. 77, n.º 3 (1964), pp. 401–449.
- LAJOUX, Alexandra Reed; ELSON, Charles M. – **The Art of M&A Due Diligence**. 2.^a ed. [S.l.] : McGraw-Hill, 2010.
- LEE, Robert G. - The contract formation under the caveat emptor rule: assessing its utility. In **Essays in Memory of Professor Jill Poole: Coherence, Modernisation and Integration in Contract, Commercial and Corporate Laws**. London : Routledge, 2018, pp. 90-105.
- LEITÃO, Luís Menezes - Negociações e responsabilidade pré-contratual nos contratos comerciais internacionais. **Revista da Ordem dos Advogados**. Ano 60, vol. I (2000), pp. 49–71.

- LOWENSTEIN, Louis - Management Buyouts. **Columbia Law Review**. Vol. 85, n.º 4 (1985), pp. 730–784.
- MACHADO, João Baptista - **Introdução ao Direito e ao Discurso Legitimador**. Coimbra : Almedina, 1982 (30.ª reimpressão de 2022).
- _____. Tutela da Confiança e «Venire Contra Factum Proprium». In **Obra Dispersa**. Vol. I. Braga : Scientia Iuridica, 1991, pp. 345–423.
- MARTÍNEZ, Pedro Romano - **Cumprimento Defeituoso - Em especial na Compra e Venda e na Empreitada**. 2.ª ed. Coimbra : Almedina, 2001.
- MARTÍNEZ, Pedro Romano; PEREIRA, Rui Soares - Compra e venda de empresas: meios de reacção disponíveis para o comprador, inadequação da *culpa in contrahendo* e prazo prescricional aplicável. **Revista de Direito e de Estudos Sociais**. Ano 62, n.ºs 1 a 4 (2022), pp. 47–107.
- MARTINS, Alexandre Soveral - Transmissão da Empresa Societária: Algumas Notas. In **Nos 20 Anos do Código das Sociedades Comerciais - Homenagem aos Profs. Doutores A. Ferrer Correia, Orlando de Carvalho e Vasco Lobo Xavier**. Vol. I. Coimbra : Almedina, 2007, pp. 415–438.
- _____. Due Diligence Ambiental na Aquisição do Controlo de Empresas. In **Risco ambiental: homenagem ao Senhor Professor Doutor Adriano Vaz Serra**. Coimbra : Imprensa da Universidade de Coimbra, 2017, pp. 159–174.
- MCCAMUS, John D. - Caveat Emptor: The Position at Common Law. In **Special Lectures 2002 - Real Property Law: Conquering the Complexities**. Toronto : Irwin Law, 2003, pp. 97–119.
- MESQUITA, Manuel Henrique - Anotação ao Acórdão do Tribunal Arbitral de 31 de Março de 1993. **Revista de Legislação e Jurisprudência**. Ano 127, n.ºs 3841 e 3842 (1994), pp. 155-160; n.º 3843 (1994), pp. 186-192; n.º 3844 (1994), pp. 217-224; n.º 3845 (1994), pp. 259-264; n.º 3846 (1995), pp. 278-288.
- MONTEIRO, António Pinto; PINTO, Paulo Mota - Compra e venda de empresa – A venda de participações sociais como venda de empresa. In **Estudos em**

Homenagem ao Prof. Doutor Jorge Figueiredo Dias. Vol. IV. Coimbra : Coimbra Editora, 2009, pp. 685–728.

MONTEIRO, Jorge Ferreira Sinde - **Responsabilidade por Conselhos, Recomendações ou Informações.** Coimbra : Almedina, 1989.

MORAIS, Fernando de Gravato - **Alienação e Oneração de Estabelecimento Comercial.** Coimbra : Almedina, 2005.

NOUGAYRÈDE, Delphine - After the Panama Papers: A Private Law Critique of Shell Companies . **The International Lawyer.** Vol. 52, n.º 2 (2022), pp. 327–367.

PEREIRA, Isabel Peixoto - Venda de participações sociais, negociação do estabelecimento e desconsideração da personalidade coletiva (a despropósito de dois acórdãos). **Julgar.** N.º 8 (2009), pp. 61–84.

PICONE, Luca – Trattative, *due diligence* ed obblighi informativi delle società quotate. **Banca Borsa Titoli di Credito.** Vol. 57, Parte I(2004), pp. 234–269.

PINTO, Carlos Alberto da Mota - **Teoria Geral do Direito Civil.** 5.^a ed. por António Pinto Monteiro e Paulo Mota Pinto. Coimbra : Coimbra Editora, 2020.

PINTO, Paulo Mota - Conformidade e garantias na venda de bens de consumo: a Directiva 1999/44/CE e o direito português. In **Estudos de Direito do Consumidor.** Vol. II. Coimbra : Centro de Direito do Consumo, 2000, pp. 197–331.

_____. **Interesse Contratual Negativo e Interesse Contratual Positivo.** Coimbra : Coimbra Editora, 2008.

PIRES, Catarina Monteiro - **Aquisição de Empresas e de Participações Acionistas.** Coimbra : Almedina, 2018.

PRATA, Ana - **Notas sobre Responsabilidade Pré-Contratual.** Coimbra : Almedina, 1991.

_____. **Dicionário Jurídico.** Vol. I – Direito Civil, Direito Processual Civil, Organização Judiciária. 5.^a ed. Coimbra : Almedina, 2008 (reimpressão de 2022).

- RAMOS, Maria Elisabete - Debates actuais em torno da responsabilidade e da proteção dos administradores: surtos de influência anglo-saxónica. **Boletim da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra**. Vol. 84 (2008), pp. 591–636.
- RICCI, Francesco - **Due diligence e responsabilità**. Bari : Cacucci Editore, 2008.
- RIBEIRO, Maria De Fátima - **A Tutela dos Credores da Sociedade por Quotas e a Desconsideração da Personalidade Jurídica**. Coimbra : Almedina, 2009.
- _____. O Dever de os Administradores não aproveitarem para si ou para terceiros Oportunidades de Negócio Societárias. **Revista de Ciências Empresariais e Jurídicas**. N.º 20 (2011), pp. 23–59.
- ROLDÃO, Nuno Moura; TEIXEIRA, Ana Guedes - O processo de auditoria legal. In **Aquisição de Empresas**. Coimbra : Almedina, 2011, pp. 107–126.
- RUSSO, Fábio - Das Cláusulas de Garantia nos Contratos de Compra e Venda de Participações Sociais de Controlo. **Direito das Sociedades em Revista**. Ano 2, vol. 4 (2010), pp. 115–136.
- _____. Due Diligence e Responsabilidade. In **I Congresso Direito das Sociedades em Revista**. Coimbra : Almedina, 2011, pp. 13–26.
- SANTOS, Filipe Cassiano dos - **Direito Comercial Português**. Coimbra : Coimbra Editora, 2007.
- SERENS, Manuel Nogueira - A equiparação do *share deal* ao *asset deal* no direito alemão. **Direito das Sociedades em Revista**. Ano 8, vol. 16 (2016), pp. 55–75.
- SHERMAN, Andrew J.; HART, Milledge A. – **Mergers & Acquisitions from A to Z**. 2.ª ed. New York : AMACOM, 2006.
- SILVA, Eva Sónia Moreira da - **As Relações entre Responsabilidade Pré-Contratual por Informações e os Vícios da Vontade (Erro e Dolo) - O caso da Indução Negligente em Erro**. Coimbra : Almedina, 2010.
- SILVA, João Calvão - A Empresa como Objecto de Tráfico Jurídico. In **Estudos de Direito Comercial (Pareceres)**. Coimbra : Almedina, 1996, pp. 169–197.

____. **A Responsabilidade Civil do Produtor**. Coimbra : Almedina, 1999.

SUBRAMANIAN, Guhan; PETRUCCI, Caley - Deals in the time of pandemic.
Columbia Law Review. Vol. 121, n.º 5 (2021), pp. 1405–1480.

TOMBARI, Umberto – Problemi in temi di alienazione della partecipazione azionaria e attività di *due diligence*. **Banca Borsa Titoli di Credito**. Vol. 61, n.º 1 (2008), pp. 65–75.

TORRES, Carlos Maria Pinheiro - **O Direito à Informação nas Sociedades Comerciais**. Coimbra : Almedina, 1998.

VARELA, João Antunes - Anotação ao Acórdão do Tribunal Arbitral de 31 de Março de 1993. **Revista de Legislação e Jurisprudência**. Ano 126, n.ºs 3829 e 3830 (1993), p. 160; n.º 3831 (1993), pp. 180-192; n.ºs 3832 a 3834 (1994), pp. 285-288, n.º 3835 (1994), pp. 311-320 e n.º 3836 (1994), pp. 347-352.