

Universidade Católica Portuguesa – Escola de Lisboa

Faculdade de Direito e Católica Lisbon School of Business and Economics



UNIVERSIDADE
CATÓLICA
PORTUGUESA

**A REPARTIÇÃO DO RISCO NOS CONTRATOS DE TRANSMISSÃO DE
PARTICIPAÇÕES SOCIAIS**

Duarte de Castro Rodrigues

Sob a orientação do Professor Rui Pinto Duarte

Dissertação final elaborada no âmbito do programa de Mestrado em Direito e Gestão

Lisboa | março 2025

Agradecimentos

Ao Professor Rui Pinto Duarte, por toda a cooperação e disponibilidade durante a orientação desta Dissertação;

À minha Mãe e ao meu Pai, agradeço-vos, pelo amor e apoio inesgotável ao longo desta jornada. Este trabalho é tanto meu quanto vosso, pois sem a vossa força e dedicação, o mesmo não seria possível.

Aos meus Avós, pelas histórias que partilharam, pelos valores que me transmitiram e pelo exemplo de bondade que sempre foram para mim.

Ao Zé, por me mostrar muitas vezes outro prisma ao encarar problemas e situações difíceis.

Aos meus amigos, pelos momentos de riso, conselhos sinceros e por me apoiarem nos momentos de maior dificuldade.

Siglas e Abreviaturas

Art(s). – Artigo(s)

CC – Código Civil

CCom. – Código Comercial

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

CSC – Código das Sociedades Comerciais

CVM – Código dos Valores Mobiliários

DL – Decreto-Lei

IA – Inteligência Artificial

nº/nºs – número/ números

Ob.cit – Obra citada

Proc. – Processo

SA – Sociedade(s) Anónima(s)

SpQ – Sociedade(s) por Quotas

UE – União Europeia

ss. – seguintes

RESUMO

O presente trabalho tem como objeto responder à seguinte questão: “Se a empresa não tiver as qualidades esperadas pelo comprador, que direitos lhe assistem?”.

Para tanto, será analisada a extensão e limites dos deveres de informação do vendedor e dos ônus do comprador, tendo presente os remédios consagrados na lei e as cláusulas contratuais que as partes tipicamente consagram (ou deveriam consagrar) num contrato de transmissão de participações sociais, tendo em vista a distribuição do risco.

Por fim, será realizada uma breve menção à relevância da *due diligence* nos processos de transmissão de empresas, conferindo especial relevância ao contributo crescente da Inteligência Artificial neste âmbito.

Palavras-chave: *share deal*, *due diligence*, distribuição do risco, Inteligência Artificial

ABSTRACT

This paper aims to address the following question: “If the company does not possess the qualities expected by the buyer, what rights does the buyer have?”.

To this end, the scope and limits of the seller’s duty to inform and the buyer’s burdens will be analysed, considering the remedies provided by law and the contractual clauses typically agreed upon (or that should be agreed upon) in a share transfer agreement, with a view to risk allocation.

Finally, a brief mention will be made regarding the relevance of due diligence in M&A processes, with particular emphasis on the increasing contribution of Artificial Intelligence in this area.

Key-words: *share deal*, *due diligence*, risk allocation, Artificial Intelligence

Índice de Conteúdos

Introdução	7
Considerações prévias	8
Capítulo 1 – Principais riscos no contrato de transmissão de participações sociais	9
1.1. Risco de discrepância entre o preço e o valor da empresa	10
1.1.1. Método do Fluxo de Caixa Descontado (<i>Discounted Cash Flows</i> ou <i>DCF</i>).....	10
1.1.2. Método dos Múltiplos	11
1.2. Risco de incumprimento do vendedor	12
1.3. Riscos económicos e políticos	12
1.4. Risco reputacional	13
Capítulo 2 – Mecanismos legais de repartição do risco	13
2.1. Venda de coisas defeituosas (Arts. 913.º ss do CC)	14
2.1.1 Pressupostos de aplicação	14
2.1.2 Meios de reação.....	16
2.1.3 Caducidade	18
2.2. Venda de bens onerados (Arts. 905.º ss do CC)	19
2.2.1 Pressupostos de aplicação	19
2.2.2 Meios de reação.....	20
2.3. Responsabilidade civil por culpa <i>in contrahendo</i> (Art. 227.º do CC)	21
2.3.1 Dever pré-contratual de prestação de informações.....	21
2.3.2 Pressupostos de aplicação	22
2.3.3 Culpa do lesado e “ónus de <i>due diligence</i> ”	23
2.3.4 Meios de reação.....	23
2.3.5 Concurso de pretensões	24
2.4. Erro-vício sobre a base do negócio (Art. 252.º nº 2 do CC)	25
2.4.1 Pressupostos de aplicação	25
2.4.2 Meios de reação.....	25
2.2.3 Caducidade	27
Capítulo 3 – Mecanismos contratuais de repartição do risco	27
3.1. Declarações (<i>representations</i>) e garantias (<i>warranties</i>)	28
3.1.1 Em especial: A garantia de bom funcionamento	29
3.2. Cláusulas contratuais típicas	30

3.3.1 Cláusulas de revisão/ajuste de preço: <i>Completion accounts e Locked-box</i>	31
3.3.2 Cláusulas de revisão/ajuste de preço: <i>Earn-out</i>	32
3.3.3 Cláusulas de adaptação: <i>Material Adverse Change</i> (MAC), <i>Hardship</i> e Força maior	33
3.3.4 Cláusulas sobre interpretação.....	34
Capítulo 4 – A importância da <i>due diligence</i> do comprador	34
4.1. Conceito e finalidades	34
4.2. O acesso à informação na sociedade visada	36
4.3. A relevância crescente da Inteligência Artificial na <i>due diligence</i> do comprador	37
Conclusão	38
Bibliografia	39
Jurisprudência	41

Introdução

O presente trabalho situa-se na temática da repartição do risco nos contratos de transmissão de participações sociais, vulgarmente denominados de “*share deals*”.

A transmissão de participações sociais como modo de transmissão de empresa, enquanto operação jurídica complexa, não se limita a uma simples transferência de propriedade. Pelo contrário, representa a assunção, por parte do adquirente, de uma posição económica que envolve direitos e obrigações, presentes e futuros, associados à sociedade visada.

Com efeito, as partes envolvidas na transação procuram não apenas definir o objeto do contrato e o preço, mas também antecipar e distribuir, de forma contratual e jurídica equilibrada, os riscos que poderão surgir após a conclusão da operação.

Neste contexto, a presente dissertação pretende responder à seguinte questão de partida: *se, após a transmissão das participações sociais, a empresa não revelar as qualidades ou características que o comprador legitimamente esperava, que direitos lhe assistem?*

Esta questão ganha especial relevância perante o cenário de assimetria informativa, incerteza e complexidade jurídico-regulatória que caracteriza as operações de aquisição de participações sociais como modo de transmissão de empresa.

O estudo será estruturado em quatro capítulos: o primeiro apresentará os principais riscos associados à transmissão de participações sociais; o segundo analisará os mecanismos legais previstos no ordenamento jurídico português para lidar com estas situações; o terceiro abordará as soluções contratuais que as partes podem acordar para mitigar e distribuir os riscos; por fim, o quarto será dedicado à importância da *due diligence* do comprador como instrumento preventivo.

Procurar-se-á, ao longo do trabalho, conjugar a análise dogmática com a realidade prática destas operações, com recurso à doutrina, jurisprudência e prática contratual, tendo como objetivo último proporcionar um contributo útil tanto para a compreensão teórica do tema, como para a sua aplicação prática em contexto jurídico e empresarial.

Considerações prévias

Antes de prosseguir, importa reforçar que este estudo incide sobre o *share deals*, e não sobre os *asset deals*.

Enquanto nos primeiros o objeto imediato do negócio são as participações sociais que permitem ao adquirente assumir ou participar no controlo da empresa-objeto (objeto mediato), nos segundos o negócio incide diretamente sobre a empresa-objeto como organização unitária de meios produtivos.¹

Por um lado, num *asset deal* configurado, por exemplo, como trespasse de estabelecimento comercial (Art. 1112.º do CC), o titular de uma empresa (trespasante) transfere o direito de propriedade ao trespasário, sendo este último investido no gozo pleno, perpétuo e exclusivo do conjunto de faculdades que são próprias daquele direito absoluto, nos termos do Art. 1305.º do CC.²

Por outro lado, num *share deal*, apenas as participações sociais são objeto de transmissão (entre vivos), sendo que a titularidade da empresa propriamente dita mantém-se inalterada, uma vez que continuará a pertencer à sociedade-alvo, embora agora pertença “economicamente” ao adquirente das participações sociais.³

Neste tipo de negócio, tipicamente designado como “transmissão indireta da empresa”, o comprador, para formar a sua vontade, em termos racionais e esclarecidos, necessita de informação sobre a situação das participações sociais e sobre a situação da empresa.

Por fim, importa referir que, no presente trabalho, a participação social será entendida como uma fração do capital social que origina um conjunto unitário de direitos e obrigações atuais e potenciais do sócio, enquanto tal, conjunto esse que é designado por “quota”, no caso das SpQ (Art. 197.º/1 do CSC), e por “ação”, no caso das SA (Art. 271.º do CC). A fonte desses

¹ Para mais desenvolvimentos sobre a distinção vide: GOMES, José Ferreira, *M&A – Aquisição de Empresas e de Participações Sociais*, AAFDL Editora, Lisboa, 2022, págs. 33 a 63 e 179, 230 e 231; GOMES, Manuel Januário da Costa, *Contratos Comerciais*, Almedina, 2012, págs. 65 a 72; RIBES, Miguel Gimeno, *La protección del comprador en la adquisición de empresa*, Granada, 2013, págs. 209 a 211; CORTEZ, Jorge Simões, LEITE, Inês Pinto, *As Formalidades da Transmissão de Quotas e Ações no Direito Português: dos princípios à prática*, in “Questões de Direito Societário em Portugal e no Brasil”, Almedina, 5 de junho de 2012, págs. 319 e 320.

² ANTUNES, José Engrácia, *A empresa como objeto de negócios – “Asset Deals” Versus “Share Deals”*, in Revista da Ordem dos Advogados, Lisboa, Setembro/Dezembro 2008, págs. 715 a 722.

³ RUSSO, Fábio Castro, *Due diligence e responsabilidade*, in I Congresso Direito das Sociedades em Revista, Almedina, Lisboa, 2010, pág. 23; ANTUNES, José Engrácia, *A empresa como objeto de negócios – “Asset Deals” Versus “Share Deals”*, in Revista da Ordem dos Advogados, Lisboa, Setembro/Dezembro 2008, págs. 725 e 727; ABREU, Jorge Manuel Coutinho de, *Curso de Direito Comercial – Das Sociedades*, Volume II, 7.ª edição, Almedina, Coimbra, 2022, págs. 380 e 381.

direitos e obrigações resulta da personalidade jurídica a que o sócio aderiu mediante a aquisição da sua participação.⁴

Capítulo 1 – Principais riscos no contrato de transmissão de participações sociais

O contrato de transmissão de participações sociais, frequentemente formalizado através de um *Share Purchase Agreement (SPA)*, constitui uma operação de elevada complexidade, com riscos jurídicos, económicos, financeiros e operacionais relevantes.

Apesar disto, são os inúmeros motivos que podem conduzir uma pessoa (singular ou coletiva) a adquirir participações sociais de uma empresa já existente, nomeadamente: o aumento do seu poder de mercado, a crença na subvalorização das participações sociais objeto da transmissão, o aproveitamento de economias de escala e a criação de novo valor.⁵

Esta operação pressupõe a transferência do controlo económico de uma sociedade, sendo o comprador chamado a assumir as vantagens e desvantagens da posição anteriormente detida pelo vendedor. No entanto, nem sempre a realidade subjacente à sociedade visada corresponde àquela que foi transmitida ou percecionada no momento da negociação.

Identificar e compreender os riscos associados à transmissão de participações sociais é, assim, essencial para o equilíbrio do contrato e para a correta alocação dos riscos entre as partes, uma vez que, nos termos do Art. 796.º/1 do CC, com a celebração do contrato, o risco de perda de qualidades da coisa (participações sociais e, indiretamente, da empresa) transfere-se para o comprador.⁶

Neste capítulo, serão analisados os principais riscos que emergem neste tipo de operação, sistematizando-os e apresentando exemplos práticos que ilustram a sua relevância.

⁴ ABREU, Jorge Manuel Coutinho de, *Curso de Direito Comercial – Das Sociedades, Volume II*, 7.ª edição, Almedina, Coimbra, 2022, pág. 205; ALMEIDA, António Pereira de, *Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados – Volume I*, Almedina, outubro 2022, págs. 131 a 134; CORTEZ, Jorge Simões, LEITE, Inês Pinto, *As Formalidades da Transmissão de Quotas e Acções no Direito Português: dos princípios à prática*, in “Questões de Direito Societário em Portugal e no Brasil”, Almedina, 5 de junho de 2012, págs. 321 e 322.

⁵ BREALEY, Richard A., MYERS, Stewart C., ALLEN, Franklin, *Principles of Corporate Finance*, 10th Edition, McGraw-Hill Irwin, 2011, pág. 1.

⁶ LEITÃO, Luís Manuel Teles de Menezes, *Direito das Obrigações, Volume III – Contratos em especial*, 13ª Edição, Almedina, 2019, págs. 28 e 29.

1.1. Risco de discrepância entre o preço e o valor da empresa

Nos contratos de compra e venda, a obrigação de pagamento do preço é um efeito essencial, como decorre da alínea c) do Art. 879.º do CC.

Neste âmbito, a determinação do preço a pagar pela aquisição das participações sociais (“relação de troca”) traduz-se numa das componentes mais importantes no processo de compra e venda, a qual resulta da negociação entre as partes, com base na avaliação que cada uma faz da empresa-alvo (objeto mediato do negócio), de acordo com os conhecimentos disponíveis ao momento da celebração do contrato.⁷

Pretende-se que o preço equivalha economicamente ao valor concreto que o comprador obtém. Contudo, muitas vezes, verifica-se a existência de discrepâncias entre o valor real das participações sociais a serem transmitidas e o preço acordado, devido a incorreções contabilísticas, ativos sobreavaliados, passivos ocultos ou projeções demasiado otimistas.

A título de exemplo, o comprador pode adquirir uma sociedade com base num balanço que não refletia dívidas fiscais relevantes ou contingências judiciais relevantes. Posteriormente, o impacto financeiro destas omissões irá traduzir-se numa perda de valor efetivo.

Note-se que, apesar de se tratar de um processo subjetivo, a avaliação da empresa e a consequente atribuição do preço das participações sociais a transmitir resulta da aplicação de **métodos de avaliação objetiva**.

Vejamos, sumariamente, dois métodos de avaliação, complementares, comumente utilizados para avaliar a empresa e, consequentemente, auxiliar na determinação do preço justo a pagar pelas participações sociais no contrato de compra e venda.

1.1.1. Método do Fluxo de Caixa Descontado (*Discounted Cash Flows* ou *DCF*)⁸

Este **método intrínseco** de avaliação de empresas, baseia-se na estimativa do valor presente dos fluxos de caixa futuros que a empresa irá gerar com a sua atividade e distribuir aos investidores (*free cash flows to the firm* ou *FCFF*).

⁷ GOMES, José Ferreira, *M&A – Aquisição de Empresas e de Participações Sociais*, AAFDL Editora, Lisboa, 2022, págs. 217 e 218; CANDEIAS, Henrique Marques, *A cláusula de earn-out nos contratos de M&A - Elementos, conteúdo, validade, funções, distribuição de riscos, qualificação como condição imprópria e regime aplicável*, in *Revista de Direito das Sociedades*, Ano XV (2023), Número 2, pág. 245.

⁸ BREALEY, Richard A., MYERS, Stewart C., ALLEN, Franklin, *Principles of Corporate Finance*, 10th Edition, McGraw-Hill Irwin, 2011, págs. 78 e ss., 492 e 493.

Atendendo às demonstrações financeiras da empresa e ao seu posicionamento de mercado, são estimadas as receitas, custos e investimentos da empresa no decurso de um determinado período (por exemplo, 5 a 10 anos).

Contudo, tendo presente que o dinheiro tem um valor temporal, ou seja, um euro hoje vale mais que um euro no futuro (*present value of money*), os FCFF projetados serão ajustados através de uma taxa de desconto, normalmente o Custo Médio Ponderado de Capital (*Weighted Average Cost of Capital* ou WACC).

De seguida, cada FCFF é descontado à taxa definida, e, após somados, obtém-se o Valor Presente Líquido da empresa (*Net Present Value* ou NPV).

1.1.2. Método dos Múltiplos⁹

Apesar de ser uma abordagem robusta para avaliar empresas em crescimento, o método DCF apresenta algumas limitações, pois depende fortemente de projeções futuras e da capacidade de estimar com precisão os fluxos de caixa que a empresa irá gerar. Além disso, exige um conhecimento aprofundado sobre a empresa e o setor em que atua, bem como um conjunto detalhado de informações financeiras que nem sempre estão disponíveis.

Por esse motivo, existe outro método amplamente utilizado para avaliar empresas e determinar um preço justo a pagar pelas suas participações sociais: o Método dos Múltiplos, que tem a vantagem de ser mais flexível e de refletir as condições do mercado em tempo real, uma vez que se baseia na comparação da empresa analisada com outras semelhantes.

Esta avaliação relativa socorre-se de indicadores financeiros comuns, como:

- i. EBITDA (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization*);
- ii. EBIT (*Earnings Before Interest and Taxes*);
- iii. Receitas (*Revenue* ou *Turnover*); e
- iv. Resultado/lucro líquido (*Net Result*).

Suponha-se que queremos avaliar uma empresa do setor das bebidas e que empresas comparáveis, como a *Coca-Cola* e a *PepsiCo*, têm um múltiplo médio *Enterprise Value* / EBITDA de 10x. Se a empresa-alvo tiver um EBITDA de 5 milhões de euros, o seu valor

⁹ BREALEY, Richard A., MYERS, Stewart C., ALLEN, Franklin, *Principles of Corporate Finance*, 10th Edition, McGraw-Hill Irwin, 2011, págs. 77, 492 e 493

estimado pelo Método dos Múltiplos será: Valor da Empresa = EBITDA x Múltiplo = 5.000.000 € x 10 = 50.000.000 €.

1.2. Risco de incumprimento do vendedor

Outro risco que assume especial relevância é o de o vendedor poder não cumprir obrigações essenciais, como a entrega de documentação relevante, a remoção de garantias pré-existentes ou o cumprimento de obrigações *pós-closing* (como a não concorrência).

No caso específico de “garantias pré-existentes” estarão em causa ónus, encargos ou direitos de terceiros que estejam associados às participações sociais a serem transmitidas ou aos ativos da empresa cuja titularidade está (indiretamente) a ser transferida. A título meramente exemplificativo, e antecipando matéria que irá ser desenvolvida no Capítulo 2.2, identificamos as seguintes garantias:

- a) Penhores sobre as participações sociais objeto de transmissão;
- b) Hipotecas sobre ativos da sociedade;
- c) Fianças prestadas pela sociedade a favor de terceiros;

Adicionalmente, o incumprimento do vendedor pode materializar-se, por exemplo, na existência de ativos fundamentais indisponíveis ou em condições inadequadas relativamente à empresa a transmitir (objeto mediato do negócio).

1.3. Riscos económicos e políticos

Outros riscos relevantes na transmissão de participações sociais estão relacionados com a possibilidade de existirem alterações macroeconómicas ou mudanças legislativas e políticas que podem impactar negativamente o valor da empresa e, consequentemente, das participações sociais objeto de transmissão. Estes riscos podem manifestar-se de diversas formas, afetando a viabilidade económica da operação e a rentabilidade esperada pelo comprador.

No âmbito dos riscos macroeconómicos, destacamos como principais fatores de risco a **inflação** e a **taxa de juro**. Efetivamente, uma subida acentuada das taxas de juro pode aumentar os custos de financiamento da empresa e reduzir a sua margem de lucro. Da mesma forma, uma inflação elevada pode pressionar os custos operacionais e impactar a procura pelos bens ou serviços da empresa (indiretamente) transmitida.

No âmbito dos riscos políticos e regulatórios, destacamos como principais fatores de risco as **alterações fiscais e alterações na regulamentação setorial**. Por exemplo, alterações na tributação dos dividendos, das mais-valias ou dos incentivos fiscais podem afetar a rentabilidade futura do investimento efetuado pelo adquirente das participações sociais da empresa transmitida.

Embora estes riscos sejam, por regra, exógenos à vontade das partes, é possível adotar medidas para mitigar o seu impacto, medidas essas que iremos desenvolver no Capítulo 3.

1.4. Risco reputacional

A aquisição de uma empresa, por intermédio da aquisição das suas participações sociais, envolve não apenas a transferência do seu controlo económico e jurídico, mas também a assunção do seu histórico reputacional.

O risco reputacional pode ter consequências diretas e indiretas na operação da empresa adquirida, afetando a sua credibilidade junto de *stakeholders*, como clientes, fornecedores, investidores e reguladores.

A título de exemplo, um comprador pode adquirir participações sociais de uma empresa que, após o *closing*, se vê envolvida num escândalo de corrupção relacionado com atos praticados antes da transmissão das referidas participações. Tal situação poderá conduzir à perda de clientes estratégicos, à imposição de sanções regulatórias ou mesmo à exclusão da empresa de concursos públicos e outras oportunidades de negócio.

O risco reputacional constitui, assim, uma preocupação central nas operações de transmissão de participações sociais, podendo ter impactos significativos e duradouros na viabilidade e valorização do investimento, pelo que a sua gestão exige uma abordagem preventiva e estratégica, baseada numa análise da reputação da sociedade-alvo e na adoção de mecanismos contratuais de proteção, os quais serão desenvolvidos no presente trabalho.

Capítulo 2 – Mecanismos legais de repartição do risco

A disciplina da transmissão de participações sociais resulta de diversos diplomas legais. Desde logo, em geral, nos Arts. 874.º ss. do CC quanto ao contrato de compra e venda.

Adicionalmente, por se tratar de um ato comercial, será necessário atender às disposições dos Arts. 463.º ss. do CCom.

Por fim, sem prejuízo da existência de outras disposições igualmente relevantes, importa conferir relevância ao Art. 228.º do CSC, quanto à **transmissão/cessão (voluntária) de quotas** (para as SpQ)¹⁰ e aos Arts. 328.º e ss. do CSC e aos Arts. 80.º e 102.º do CVM, quanto à **transmissão de ações** (para as S.A.)¹¹.

Neste âmbito, para fazer face a vicissitudes que possam surgir, quer na fase de formação do contrato de transmissão de participações sociais, quer após a sua conclusão, a lei consagra um conjunto de normas que visam assegurar o equilíbrio entre as partes. Vejamos os meios de reação que a lei oferece e em que termos poderão ser utilizados.

2.1. Venda de coisas defeituosas (Arts. 913.º ss do CC)

2.1.1 Pressupostos de aplicação

Segundo MENEZES LEITÃO, a aplicação do regime dos Art. 913.º e ss. do CC assenta em dois pressupostos genéricos: (i) a ocorrência de um defeito e (ii) a existência de determinadas repercussões desse defeito no âmbito do programa contratual. Neste contexto, importa distinguir quatro tipo de situações:¹²

- a) Vícios que desvalorizem a coisa;
- b) Vícios que impeçam a realização do fim a que é destinada;
- c) Falta de qualidades asseguradas pelo vendedor;
- d) Falta de qualidades necessárias à realização daquele fim.

É posição relativamente pacífica na doutrina e na jurisprudência a aplicação do regime da venda de coisas defeituosas aos contratos de compra e venda de empresas através da

¹⁰ Relativamente ao tema do consentimento da sociedade no âmbito da cessão de quotas, vide ABREU, Jorge Manuel Coutinho de, *Curso de Direito Comercial – Das Sociedades, Volume II*, 7.ª edição, Almedina, Coimbra, 2022, págs. 345 a 361; e CORTEZ, Jorge Simões, LEITE, Inês Pinto, *As Formalidades da Transmissão de Quotas e Acções no Direito Português: dos princípios à prática*, in “Questões de Direito Societário em Portugal e no Brasil”, Almedina, 5 de junho de 2012, págs. 316 e 317.

¹¹ Relativamente ao tema da transmissão de ações e seus limites, vide ABREU, Jorge Manuel Coutinho de, *Curso de Direito Comercial – Das Sociedades, Volume II*, 7.ª edição, Almedina, Coimbra, 2022, págs. 361 a 369; e CORTEZ, Jorge Simões, LEITE, Inês Pinto, *As Formalidades da Transmissão de Quotas e Acções no Direito Português: dos princípios à prática*, in “Questões de Direito Societário em Portugal e no Brasil”, Almedina, 5 de junho de 2012, págs. 316 e 317.

¹² LEITÃO, Luís Manuel Teles de Menezes, *Direito das Obrigações, Volume III – Contratos em especial*, 13ª Edição, Almedina, 2019, pág. 122.

aquisição de participações sociais¹³. Contudo, entende-se que deverão estar verificados três pressupostos específicos e cumulativos.

Em primeiro lugar, **a venda de participações sociais (direitos) tem de poder equivaler à transmissão da empresa** (conjunto organizado de fatores produtivos que pode incluir coisas corpóreas e incorpóreas, direitos e valores patrimoniais).¹⁴

Segundo a doutrina maioritária, na qual se inserem PINTO MONTEIRO e COUTINHO DE ABREU, apenas estaremos perante uma transmissão da empresa se tiver sido alienada a **totalidade ou quase totalidade** das participações sociais, tendo em vista a obtenção do controlo sobre a mesma.¹⁵

Também a jurisprudência dos tribunais portugueses adota um entendimento semelhante, agregando critérios quantitativos e qualitativos, entendendo que terá de se recorrer à “interpretação do clausulado contratual, percentagem de participações sociais alienadas, análise do processo que conduziu à formação do contrato e modo de fixação do preço das participações sociais”¹⁶.

Em segundo lugar, **o regime da venda de coisas defeituosas tem de ser extensível a realidades dinâmicas e complexas como a empresa** e não apenas a coisas em sentido material.¹⁷

A posição dominante admite que a empresa, enquanto coisa incorpórea, mas de tipo especial, também é abrangida por este regime. Segundo MENEZES CORDEIRO, “a noção de coisa subjacente à compra e venda não é de tipo naturalista: trata-se de uma realidade exterior,

¹³ LOUREIRO, Catarina Tavares, FERREIRA, Manuel Cordeiro, *As cláusulas de declarações e garantias no direito português – reflexões a propósito do acórdão do Supremo Tribunal de Justiça de 1 de março de 2016*, 15 de setembro de 2016, pág. 27.

¹⁴ PIRES, Catarina Monteiro, *Aquisição de Empresas e de Participações Acionistas Problemas e Litígios*, Almedina, 2018, págs. 84 a 89 e 99.

¹⁵ ABREU, Jorge Manuel Coutinho de, *Curso de Direito Comercial – Das Sociedades, Volume II*, 7.^a edição, Almedina, Coimbra, 2022, págs. 382 e 383; MONTEIRO, António Pinto, *Compra e venda de empresas – A venda de participações sociais como venda de empresa (“share deal”)*, in *Revista de Legislação e de Jurisprudência*, Ano 137, n.º 3947, Coimbra Editora, 2007, págs. 76 a 102; LOUREIRO, Catarina Tavares, FERREIRA, Manuel Cordeiro, *As cláusulas de declarações e garantias no direito português – reflexões a propósito do acórdão do Supremo Tribunal de Justiça de 1 de março de 2016*, 15 de setembro de 2016, pág. 16.

¹⁶ Ac. do STJ de 26 de novembro de 2014 (Tavares de Paiva).

¹⁷ PIRES, Catarina Monteiro, *Aquisição de Empresas e de Participações Acionistas Problemas e Litígios*, Almedina, 2018, págs. 91 e 92.

com todas as características físicas, sociais, e jurídicas que a habilitem a desempenhar o papel socioeconómico previsto ou pressuposto pelo contrato”¹⁸.

Em terceiro lugar, **a noção ampla de “defeito” do Código Civil tem de se aplicar às perturbações da empresa**, como falhas de balanço, dívidas ocultas e ativos sobreavaliados na contabilidade que importem perda de valor da empresa para o comprador, máquinas da empresa com graves deficiências técnicas, entre outras.¹⁹

Segundo a “teoria da relevância global”, só existe defeito da empresa quando o defeito de um dos seus elementos tem implicações no valor, posição de mercado ou funcionalidade da empresa como um todo, sendo irrelevante o defeito de cada bem ou elemento individualmente considerado.²⁰

Em todo o caso, a maioria dos Autores entende que, dada a ampla e flexível redação do Art. 913.º do CC, estão reunidas as condições para equiparar as regras sobre venda de coisas oneradas ou defeituosas à venda de direitos que se traduz na venda da empresa através da venda de participações sociais de controlo.²¹

2.1.2 Meios de reação

Segundo a jurisprudência, “os vários meios jurídicos facultados ao comprador de coisa defeituosa pelos Arts. 913.º e ss. do CC não podem ser exercidos de forma aleatória ou discricionária (...).”²²

“Em primeiro lugar, o vendedor está vinculado à eliminação do defeito: se esta não for possível ou se for demasiado onerosa, deverá substituir a coisa viciada. Frustrando-se qualquer dessas alternativas, assiste ao comprador o direito de exigir a redução do preço e não se mostrando esta medida satisfatória poderá o mesmo pedir a resolução do contrato. Com qualquer dessas pretensões pode cumular-se a indenização – pelo interesse contratual

¹⁸ CORDEIRO, António Menezes, *Tratado de Direito Civil XI*, Almedina, 2018, pág. 229 e 248.

¹⁹ PIRES, Catarina Monteiro, *Aquisição de Empresas e de Participações Acionistas Problemas e Litígios*, Almedina, 2018, págs. 92 a 96; ABREU, Jorge Manuel Coutinho de, *Curso de Direito Comercial – Das Sociedades, Volume II*, 7.ª edição, Almedina, Coimbra, 2022, págs. 381, 384 e 385; Ac. do STJ de 21 de maio de 2002 (Azevedo Ramos), proc. 02A1423.

²⁰ PIRES, Catarina Monteiro, *Aquisição de Empresas e de Participações Acionistas Problemas e Litígios*, Almedina, 2018, pág. 100.

²¹ PIRES, Catarina Monteiro, *Aquisição de Empresas e de Participações Acionistas Problemas e Litígios*, Almedina, 2018, pág. 97.

²² Ac. do TRC de 25 de junho de 2013 (Jaime Carlos Ferreira), proc. 92/11.7T2SVV.C1.

negativo –, destinada a assegurar o ressarcimento de danos não reparados por aqueles meios jurídicos”.²³

Esta hierarquia de meios de reação assegura uma ponderação adequada dos interesses do credor e do devedor, estando em causa o **princípio da prioridade do cumprimento natural**, que se concretiza na prioridade da eliminação do defeito.²⁴

No entanto, a **reparação do defeito** muitas vezes não é uma solução viável porque implica, para além de custos restitutórios muito elevados, uma interferência com a atividade da empresa, deixando esta de estar sob a esfera de controlo do vendedor. A individualidade da empresa impossibilita, na maioria dos casos, a eliminação do defeito através da **entrega de um bem semelhante**, nos termos do Art. 914.º do CC.²⁵

Segue-se a possibilidade de **redução do preço**, que, por remissão do Art. 913.º do CC, deverá operar nos termos do Art. 884.º do CC, parecendo ser a solução que permite melhor reestabelecer o equilíbrio contratual. Contudo, fica por determinar o método de cálculo. Segundo ROMANO MARTINEZ, o método subjetivo real é aquele que permite respeitar a equivalência entre prestação e contraprestação, sendo aquele passível de ser aplicado na generalidade das situações.²⁶

A tarefa do avaliador consistirá não apenas em determinar o valor do defeito, mas também determinar a projeção desse defeito no preço. O cálculo será tanto mais difícil quanto as partes não tenham individualizado os fatores determinativos do preço. Em termos práticos: se a empresa tem uma máquina defeituosa e o defeito desta é avaliável em 100, então, o cálculo a efetuar será aferir o impacto dessa realidade no preço e não subtrair 100 ao preço.

Cabe ao adquirente alegar e fazer prova que não teria adquirido as participações sociais por determinado preço se tivesse tido acesso a determinada informação, independentemente da existência de culpa do alienante.²⁷

²³ Ac. Do TRC de 25 de junho de 2013 (Jaime Carlos Ferreira), proc. 92/11.7T2SVV.C1.

²⁴ GOMES, José Ferreira, *M&A – Aquisição de Empresas e de Participações Sociais*, AAFDL Editora, Lisboa, 2022, págs. 472 e 473.

²⁵ PIRES, Catarina Monteiro, *Aquisição de Empresas e de Participações Acionistas Problemas e Litígios*, Almedina, 2018, pág. 126; LEITÃO, Luís Manuel Teles de Menezes, *Direito das Obrigações, Volume III – Contratos em especial*, 13ª Edição, Almedina, 2019, págs. 124 e 125.

²⁶ MARTINEZ, Pedro Romano, *Cumprimento Defeituoso*, Almedina, 2015, pág. 364.

²⁷ PIRES, Catarina Monteiro, *Aquisição de Empresas e de Participações Acionistas Problemas e Litígios*, Almedina, 2018, pág. 127.

Relativamente à **indenização** a que o comprador lesado poderá ter direito, para ser compensado pelo dano sofrido, esta seguirá os termos dos Arts. 562.º e ss do CC.

O montante da indenização irá variar consoante haja dolo do vendedor (Art. 908.º do CC) ou simples erro (Art. 909.º do CC), *ex vi* Art. 913.º do CC, sem prejuízo do disposto no Art. 915.º do CC.

Por fim, quanto à transmissão de participações sociais, a **resolução** do negócio apresenta escassa importância prática. Em muitos casos o adquirente tem interesse no negócio e a possibilidade de restituição do que tiver sido prestado suscitam dificuldades acrescidas dada a realidade complexa que é a empresa.²⁸

2.1.3 Caducidade

Nos termos do Art. 916.º/1 do CC, o comprador deve denunciar ao vendedor o vício ou a falta de qualidade da coisa, permitindo-lhe adquirir conhecimento dos defeitos da coisa vendida, que poderia ignorar.²⁹

Os para denúncia dos defeitos variam conforme se trata de bens móveis. Em relação aos bens móveis, o prazo de denúncia é de 30 dias depois de conhecido o defeito e dentro de 6 meses após a entrega da coisa (Art. 916.º/2 do CC). Em caso de imóveis, esses prazos são, respetivamente, de 1 e 5 anos (Art. 916.º/3 do CC).

No entanto, relativamente à compra e venda de empresas através da transmissão de participações sociais de controlo, partilhamos da opinião de CATARINA PIRES MONTEIRO – dada a inadequação do prazo de caducidade relativo a coisas móveis, deverá aplicar-se analogicamente, salvo estipulação em contrário, o prazo relativo a coisas imóveis.³⁰

²⁸ PIRES, Catarina Monteiro, *Resolução do contrato por incumprimento e impossibilidade de restituição em espécie*, O Direito, 2012, Volume III, págs. 653 ss.

²⁹ LEITÃO, Luís Manuel Teles de Menezes, *Direito das Obrigações, Volume III – Contratos em especial*, 13ª Edição, Almedina, 2019, págs. 128 e 129.

³⁰ PIRES, Catarina Monteiro, *Aquisição de Empresas e de Participações Acionistas Problemas e Litígios*, Almedina, 2018, pág. 125.

2.2. Venda de bens onerados (Arts. 905.º ss do CC)

2.1.1 Pressupostos de aplicação

O que caracteriza a venda de bens onerados é a existência de ónus ou limitações no direito transmitido, que afetem a situação jurídica do objeto da transmissão. Contudo, este regime só poderá ter aplicabilidade quando existam vícios do direito que normalmente não se verifiquem aquando da transmissão do direito/coisa em causa.³¹

Antes de prosseguir, importa distinguir duas situações: (i) a situação em que sobre a empresa transmitida (objeto mediato do negócio) impende algum ónus; e (ii) a situação em que sobre as participações sociais transmitidas (objeto imediato do negócio) impende algum ónus.

A **primeira situação** abrange, por exemplo, situações em que a empresa objeto de um *share deal* se encontrava locada a um terceiro (Art. 1057.º do CC), ou nos casos em que os elementos importantes da mesma se encontravam na posse de um terceiro em virtude de sobre eles ter sido constituído um penhor (Art. 669.º do CC).³²

A **segunda situação** abrange os casos em que as quotas ou ações estejam, por exemplo, dadas em penhor a credores como garantia real de pagamento de dívidas (*vide* os Arts. 239.º e 328.º/5 do CSC, respetivamente). Nestes casos, importa notar que as participações empenhadas não poderão ser alienadas sem consentimento do credor pignoratício, uma vez que, nos termos dos Arts. 666.º, 679.º e ss. do CC, este tem preferência sobre os demais credores pelo valor das mesmas.³³

Por um lado, os Arts. 23.º e 140.º do CSC e os Arts. 81.º e 103.º do CVM admitem expressamente que sobre as participações sociais possam incidir direitos reais de gozo, em especial de usufruto ou de garantia, é o caso do penhor.³⁴

Poderá, assim, o aquirente das participações sociais socorrer-se do regime do Art. 905.º do CC no caso de não lhe ser proporcionada a situação jurídica plena com a qual podia

³¹ LEITÃO, Luís Manuel Teles de Menezes, *Direito das Obrigações, Volume III – Contratos em especial*, 13ª Edição, Almedina, 2019, pág. 112.

³² ABREU, Jorge Manuel Coutinho de, *Curso de Direito Comercial – Das Sociedades, Volume II*, 7.ª edição, Almedina, Coimbra, 2022, págs. 381 e 382.

³³ ABREU, Jorge Manuel Coutinho de, *Curso de Direito Comercial – Das Sociedades, Volume II*, 7.ª edição, Almedina, Coimbra, 2022, págs. 331, 336 e 337.

³⁴ CORTEZ, Jorge Simões, LEITE, Inês Pinto, *As Formalidades da Transmissão de Quotas e Acções no Direito Português: dos princípios à prática*, in “Questões de Direito Societário em Portugal e no Brasil”, Almedina, 5 de junho de 2012, págs. 323 e 324.

legitimamente contar no momento da celebração do negócio (i.e. direito a participar nas deliberações sociais, quinhão nos lucros, de informação, entre outros).³⁵

Por outro lado, mais controvertida é a primeira situação, identificada *supra*, uma vez que os sócios/acionistas vendedores, em termos rigorosos, limitam-se apenas a vender o que é seu – as participações sociais –, e não a empresa ou outros bens, que pertencem à sociedade.³⁶

Contudo, partilhamos da posição de COUTINHO DE ABREU, no sentido da aplicação do regime dos Arts. 905.º e ss. à compra e venda de empresa através da transmissão de participações sociais de controlo. Efetivamente, nos casos em que o comprador adquire a totalidade ou a maioria das participações numa sociedade, consegue praticamente uma posição equiparável à de um empresário singular, podendo determinar a gestão da empresa.³⁷

Em suma, nas duas situações identificadas, no caso de não lhe ser proporcionado ao adquirente a situação jurídica plena com a qual podia legitimamente contar no momento da celebração do negócio, poderá ter aplicabilidade o regime da compra e venda de bens onerados.

2.2.2 Meios de reação

Segundo CARNEIRO DA FRADA, o comprador “só terá, em regra, de fazer a prova da deficiência do direito transmitido, cabendo à contraparte a demonstração de que ele conhecia de antemão o vício de direito”.³⁸

Estando preenchidos os pressupostos de aplicação, o primeiro remédio que a lei confere ao comprador é a **anulabilidade do contrato por erro ou dolo**, ao abrigo do Art. 905.º do CC.

Em caso de erro, exige-se a essencialidade e cognoscibilidade dessa essencialidade do erro para o declaratório (Arts. 251.º e 247.º do CC). Em caso de dolo, basta que este tenha sido determinante da vontade do declarante (Art. 254.º/1 do CC), salvo se provier de terceiro, caso

³⁵ PIRES, Catarina Monteiro, *Aquisição de Empresas e de Participações Acionistas Problemas e Litígios*, Almedina, 2018, pág. 130; ABREU, Jorge Manuel Coutinho de, *Curso de Direito Comercial – Das Sociedades, Volume II*, 7.ª edição, Almedina, Coimbra, 2022, pág. 331.

³⁶ ABREU, Jorge Manuel Coutinho de, *Curso de Direito Comercial – Das Sociedades, Volume II*, 7.ª edição, Almedina, Coimbra, 2022, pág. 382.

³⁷ ABREU, Jorge Manuel Coutinho de, *Curso de Direito Comercial – Das Sociedades, Volume II*, 7.ª edição, Almedina, Coimbra, 2022, pág. 383.

³⁸ FRADA, Manuel Cordeiro da, *Perturbações típicas do contrato de compra e venda*, 1991, pág. 114

em que se exige igualmente que o destinatário conhecesse ou devesse conhecer a situação (Art. 254.º/2 do CC).³⁹

No entanto, a extinção dos ónus ou limitações existentes pelo vendedor, estabelece automaticamente a **convalescença do contrato**, nos termos dos Arts. 906.º e 907.º do CC. Não sendo a anulabilidade sanável através da convalescença do contrato, o comprador poderá exigir uma **redução do preço**, nos termos do Art. 911.º do CC.⁴⁰

Ainda, independentemente de culpa do vendedor, se da venda dos bens onerados resultarem prejuízos para o comprador, poderá haver lugar a uma **indenização**, nos termos gerais do Art. 562.º do CC, mas com especificidades. Enquanto que os Arts. 908.º e 909.º do CC tutelam o interesse contratual negativo do comprador, o Art. 910.º do CC tutela o interesse contratual positivo.⁴¹

2.3. Responsabilidade civil por culpa *in contrahendo* (Art. 227.º do CC)

2.3.1 Dever pré-contratual de prestação de informações

Nos contratos de compra e venda de participações sociais, as partes, tendencialmente, possuem uma capacidade negocial semelhante e, como tal, **não existe um dever geral pré-contratual de prestação de informação** (tal como sucede em certos ramos do Direito como no direito do trabalho e no direito do consumo).⁴²

Nestes termos, o vendedor não se encontra vinculado a advertir autónoma e expressamente o comprador sobre circunstâncias que afetem negativamente as participações sociais – cada contraente deve suportar o risco da formação da sua própria vontade, recolhendo a informação contratualmente relevante de forma a autotutelar a sua posição.⁴³

³⁹ LEITÃO, Luís Manuel Teles de Menezes, *Direito das Obrigações, Volume III – Contratos em especial*, 13ª Edição, Almedina, 2019, pág. 115.

⁴⁰ GOMES, José Ferreira, *M&A – Aquisição de Empresas e de Participações Sociais*, AAFDL Editora, Lisboa, 2022, pág. 471; LEITÃO, Luís Manuel Teles de Menezes, *Direito das Obrigações, Volume III – Contratos em especial*, 13ª Edição, Almedina, 2019, págs. 115 e 116.

⁴¹ PIRES, Catarina Monteiro, *Aquisição de Empresas e de Participações Acionistas Problemas e Litígios*, Almedina, 2018, pág. 131; GOMES, José Ferreira, *M&A – Aquisição de Empresas e de Participações Sociais*, AAFDL Editora, Lisboa, 2022, pág. 162.

⁴² GOMES, José Ferreira, *M&A – Aquisição de Empresas e de Participações Sociais*, AAFDL Editora, Lisboa, 2022, págs. 166 e 167; PIRES, Catarina Monteiro, *Aquisição de Empresas e de Participações Acionistas Problemas e Litígios*, Almedina, 2018, págs. 171 e 172.

⁴³ GOMES, José Ferreira, *M&A – Aquisição de Empresas e de Participações Sociais*, AAFDL Editora, Lisboa, 2022, págs. 166 e 167; PIRES, Catarina Monteiro, *Aquisição de Empresas e de Participações Acionistas Problemas e Litígios*, Almedina, 2018, págs. 136, 165 e 168.

Contudo, para que o comprador possa tomar uma decisão esclarecida e informada, sobre a realidade factual da empresa, não bastará a disponibilização de demonstrações financeiras e demais documentos da sociedade por parte do vendedor. Na maior parte dos casos, será ainda necessário esclarecimento adicional prestado pelo vendedor, i.e., resultados esperados, situação dos seus produtos nos mercados onde são transacionados, competência da equipa de gestão, entre outros.⁴⁴

Tomando como premissas que “o segredo é a alma do negócio” e que a informação tem valor económico, coloca-se a seguinte questão: **qual a extensão e limites dos deveres de informação do vendedor?** Nos termos do Art. 227.º do CC, só é imputável ao vendedor um dever de prestação de informação ao comprador quando assim resulte do princípio da boa-fé (“fair dealing”).⁴⁵

2.3.2 Pressupostos de aplicação

A aplicação do Art. 227.º do CC pressupõe, além dos demais requisitos da responsabilidade civil (causalidade e dano), a **existência de culpa** na violação de um dever de informação ou de confidencialidade por parte do vendedor. Note-se que a culpa se presume nos termos do Art. 799.º do CC.⁴⁶

Segundo a jurisprudência⁴⁷, o dever de informação pré-contratual pressupõe:

1. A **essencialidade da informação**, i.e., que se trata de circunstâncias de importância essencial para a parte não informada, ou seja, que esta as desconhece quando a contraparte ou as conhece ou deveria conhecê-las;
2. A **exigibilidade da informação**, i.e., não será exigível que a parte informada (tendencialmente o vendedor) revele informações pessoais ou segredos protegidos por lei.

⁴⁴ GOMES, José Ferreira, *M&A – Aquisição de Empresas e de Participações Sociais*, AAFDL Editora, Lisboa, 2022, pág. 162.

⁴⁵ GOMES, José Ferreira, *M&A – Aquisição de Empresas e de Participações Sociais*, AAFDL Editora, Lisboa, 2022, págs. 168 e 169.

⁴⁶ PIRES, Catarina Monteiro, *Aquisição de Empresas e de Participações Acionistas Problemas e Litígios*, Almedina, 2018, págs. 95 e 97; GOMES, José Ferreira, *M&A – Aquisição de Empresas e de Participações Sociais*, AAFDL Editora, Lisboa, 2022, pág. 415.

⁴⁷ Ac. do STJ de 18 de outubro de 2016 (Hélder Roque), proc. 4220/06.6TCLRS.L1.S1.

2.3.3 Culpa do lesado e “ônus de *due diligence*”

Coloca-se a questão de saber se a **culpa do lesado**, prevista no Art. 570.º do Código Civil, pode consistir um requisito negativo cuja verificação afasta a responsabilidade pré-contratual. Seguindo a jurisprudência formada neste tema, CATARINA PIRES MONTEIRO entende que “a situação do lesado pode (...) implicar uma exclusão de responsabilidade do vendedor ou uma limitação a cargo do vendedor”.⁴⁸

Neste âmbito, PATRÍCIA AFONSO FONSECA elenca três indícios de culpa do lesado:⁴⁹

1. Foi disponibilizada a informação necessária para que o comprador tomasse conhecimento do vício ou defeito e este não foi rigoroso na sua análise;
2. O comprador não foi suficientemente diligente, por exemplo, ao não se ter deslocado para consultar a documentação disponibilizada pelo vendedor; ou
3. O comprador não solicitou os esclarecimentos que um comprador normal e prudente colocado naquela situação teria procurado obter junto do vendedor”⁵⁰.

Assim, caso se verifique alguma destas hipóteses, o comprador corre o risco de ver precluída a sua pretensão indemnizatória por culpa *in contrahendo*, daí que alguns autores entendam existir, nestes casos, um “ônus de *due diligence*” na esfera do comprador.⁵¹

2.3.4 Meios de reação

A indemnização deverá abranger os danos emergentes (i.e., despesas realizadas com vista à celebração do contrato, custo do tempo despendido) e lucros cessantes (i.e., perda de oportunidade de investimentos alternativos) provocados, nos termos do Art. 564.º do CC, devendo seguir-se as regras gerais.⁵²

⁴⁸ PIRES, Catarina Monteiro, *Aquisição de Empresas e de Participações Acionistas Problemas e Litígios*, Almedina, 2018, pág. 136; vide ainda o Ac. da RPt de 14 de janeiro de 2020 (Lina Baptista), proc. 4738/15.0T8MAI-A.P1.

⁴⁹ FONSECA, Patrícia Afonso, *A negociação de participações de controlo. A jurisprudência*, in I Congresso Direito das Sociedades em Revista, Coimbra, Almedina, 2011, pág. 37.

⁵⁰ No mesmo sentido, vide o Ac. do STJ de 4 de abril de 2006 (Nuno Cameira), proc. 06A222.

⁵¹ GOMES, José Ferreira, *M&A – Aquisição de Empresas e de Participações Sociais*, AAFDL Editora, Lisboa, 2022, págs. 206 e 207; RUSSO, Fábio Castro, *Due diligence e responsabilidade*, in I Congresso Direito das Sociedades em Revista, Almedina, Lisboa, 2010, págs. 25 e 26.

⁵² GOMES, José, *M&A – Aquisição de Empresas e de Participações Sociais*, AAFDL Editora, Lisboa, 2022, pág. 424.

Será conferida prioridade à reconstituição natural (Art. 562.º do CC), podendo haver lugar a indemnização em dinheiro quando aquela não for suficiente para reparar os danos ou for excessivamente onerosa para o devedor (Art. 566.º do CC).⁵³

Na venda de participações sociais, a indemnização tenderá a circunscrever-se ao interesse contratual negativo (interesse na confiança), tendo em vista colocar o comprador na situação em que estaria se tivesse sido informado corretamente, tendo o vendedor procedido de boa-fé.⁵⁴

O interesse contratual positivo (interesse no cumprimento) será apenas tutelado caso o comprador demonstre que teria conseguido celebrar o contrato em condições mais favoráveis não fosse a conduta ilícita e culposa do vendedor.⁵⁵

2.3.5 Concurso de pretensões

Antes de abordar esta possibilidade que assiste ao comprador, importa dar resposta à seguinte questão controvertida: poderá haver concurso de pretensões?

Por um lado, ROMANO MARTINEZ entende que apenas nos casos em que não se possa considerar existir um defeito da empresa, nos termos dos Arts. 905.º e 913.º e ss. do CC, é que o instituto da culpa *in contrahendo* poderá, eventualmente, ter aplicação.⁵⁶

Por outro, MENEZES CORDEIRO entende que, desde que não haja duplicação de indemnizações ou soluções incompatíveis, e os remédios dos Arts. 905.º e 913.º e ss. do CC não forem suficientes para eliminar a totalidade dos danos ilícitos causados, a culpa *in contrahendo* opera pela demasia dos danos.⁵⁷

No nosso entender, será de preferir a solução apontada por MENEZES CORDEIRO, podendo haver lugar a concurso entre os vários institutos. O credor, para ver o seu interesse

⁵³ PIRES, Catarina Monteiro – *Aquisição de Empresas e de Participações Acionistas Problemas e Litígios*, Almedina, 2018, p. 140; FERREIRA GOMES, José, *M&A – Aquisição de Empresas e de Participações Sociais*, AAFDL Editora, Lisboa, 2022, pág. 425.

⁵⁴ PIRES, Catarina Monteiro – *Aquisição de Empresas e de Participações Acionistas Problemas e Litígios*, Almedina, 2018, págs. 142 e 143; FERREIRA GOMES, José, *M&A – Aquisição de Empresas e de Participações Sociais*, AAFDL Editora, Lisboa, 2022, págs. 422 e 423.

⁵⁵ GOMES, José Ferreira, *M&A – Aquisição de Empresas e de Participações Sociais*, AAFDL Editora, Lisboa, 2022, pág. 427.

⁵⁶ MARTINEZ, Pedro Romano, *Cumprimento Defeituoso*, Almedina, 2015, pág. 271.

⁵⁷ CORDEIRO, António Menezes, *Tratado de Direito Civil XI*, Almedina, 2018, págs. 232 e 279.

satisfeito, deverá ter a possibilidade de exercer os direitos previstos na lei, devendo estar sempre de boa-fé e sem incorrer em abuso, de acordo com os Arts. 762.º/2 e 334.º do CC.

2.4. Erro-vício sobre a base do negócio (Art. 252.º nº 2 do CC)

2.4.1 Pressupostos de aplicação

O conceito indeterminado de “base do negócio”, utilizado no Art. 252.º/2 do CC, suscita diversas dúvidas e tem sido objeto de uma extensa análise por parte da doutrina.

Em todo o caso, a jurisprudência portuguesa sintetizou o conceito amplo de “base do negócio”, para efeitos do preceito em causa, como o “conjunto de condições fundamentais sobre as quais as partes edificaram o negócio, e em relação à quais houve uma falsa representação (erro)”.⁵⁸

Para serem relevantes, estas circunstâncias em que as partes, ou pelo menos uma delas, fundaram a sua decisão de contratar têm de ser pressupostos fundamentais do negócio, sem os quais fica ferido o equilíbrio negocial e a justiça interna.⁵⁹

O erro sobre a base do negócio assume carácter residual, ficando adstrito aos casos subtraídos ao erro sobre os motivos, ao erro sobre o objeto e ao erro sobre o sujeito. Trata-se por isso de um **erro sobre os motivos determinantes da vontade** que não diga respeito nem aos motivos do negócio, nem ao objeto do negócio, nem à pessoa do declaratório.

2.4.2 Meios de reação

A remissão do Art. 252.º/2 do CC para o regime da resolução ou modificação do contrato por alteração das circunstâncias previsto no Art. 437.º do CC exige uma adaptação ao próprio regime do erro.⁶⁰

⁵⁸ Ac. do TRC de 23 de janeiro de 2018 (Isaías Pádua), proc. 6874/14.0T8CBR.C1; Ac. do TRL de 01 de julho de 2014 (Afonso Henrique), proc. 1354/12.1TBSXL.L1-1.

⁵⁹ ANTUNES, Ana Filipa Morais, in *Comentário ao Código Civil – Vol. III (“Direito das Coisas”)* | UCP – Faculdade de Direito, art. 252.º, 2014, págs. 602 e 603.

⁶⁰ GOMES, José Ferreira, *M&A – Aquisição de Empresas e de Participações Sociais*, AAFDL Editora, Lisboa, 2022, pág. 460; Ac. do TRC de 23 de janeiro de 2018 (Isaías Pádua), proc. 6874/14.0T8CBR.C1.

Entende a maioria da doutrina que a remissão do Art. 252.º/2 do CC não respeita à estatuição do Art. 437.º do CC, que é a resolução do contrato. Assim, se o erro sobre a base do negócio foi determinante para a conclusão do contrato, a consequência é a **anulabilidade**.⁶¹

Isto é sistematicamente lógico uma vez que o Artigo 252.º/2 do CC prevê uma situação de invalidade da declaração do comprador e o Art. 437.º do CC não se reporta a situações de invalidade, mas sim a situações em que o negócio foi validamente celebrado. No Art. 437.º do CC prevê-se a alteração da base negocial após a celebração do negócio jurídico, situação que o Art. 252.º/2 do CC não tutela.⁶²

Chegados a este ponto, coloca-se a questão de saber qual o alcance da remissão feita pelo legislador do Art. 252.º/2 do CC para o Art. 437.º do CC. Parece-nos, na sequência da opinião perfilhada pela doutrina maioritária, que a remissão para o regime da alteração das circunstâncias apenas opera relativamente aos pressupostos (**cognoscibilidade** e **essencialidade**) e não relativamente aos remédios.

Será assim uma vez que o Art. 252.º/2 do CC se basta com a unilateralidade do erro sobre a base do negócio e o Art. 437.º do CC exige a bilateralidade, ou seja, só é aplicável quando exista uma alteração das circunstâncias em que ambas as partes tenham fundado a sua decisão de contratar.⁶³

Por fim, outra questão que se pode suscitar é a de saber se, além da possibilidade de requerer a anulação, existe a alternativa à **modificação do negócio segundo juízos de equidade**, solução prevista no Art. 437.º do CC. Seguindo a mesma linha de pensamento, partilhamos da opinião de PEDRO NUNES DE CARVALHO, de que não haverá lugar a essa possibilidade porque, conforme já referimos, a remissão do Art. 252.º/2 do CC para o Art. 437.º do CC não respeita à estatuição, mas apenas à previsão da norma.⁶⁴

⁶¹ CARVALHO, Pedro Nunes de, *Considerações acerca do erro em sede de patologia da declaração negocial*, in Revista da Ordem dos Advogados, Ano 52 – Vol. I, abril 1992, pág. 174.

⁶² CARVALHO, Pedro Nunes de, *Considerações acerca do erro em sede de patologia da declaração negocial*, in Revista da Ordem dos Advogados, Ano 52 – Vol. I, abril 1992, pág. 174.

⁶³ GOMES, José Ferreira, *M&A – Aquisição de Empresas e de Participações Sociais*, AAFDL Editora, Lisboa, 2022, pág. 459.

⁶⁴ CARVALHO, Pedro Nunes de, *Considerações acerca do erro em sede de patologia da declaração negocial*, in Revista da Ordem dos Advogados, Ano 52 – Vol. I, abril 1992, pág. 175.

2.2.3 Caducidade

A modificação com base em erro sobre a base do negócio deve ser exercida no prazo de 1 ano, nos termos do Art. 287.º/1 do CC, aplicável *ex vi* Art. 252.º/2 do CC.

Capítulo 3 – Mecanismos contratuais de repartição do risco

Apesar das soluções oferecidas pela tutela *ex lege*, uma vez operada a transmissão das participações sociais, verificada uma qualquer invalidade, são raríssimos os casos em que o comprador arguirá a anulação ou resolução do contrato de compra e venda de participações sociais.⁶⁵

A prática demonstra que os mecanismos mais utilizados de tutela do comprador são aqueles que permitem uma **manutenção do contrato**, tendo presente a dinâmica realidade empresarial.⁶⁶

Neste contexto, tendo em vista evitar o recurso às soluções legais supletivas, as partes tendencialmente redigem contratos de transmissão de participações sociais (*share purchase agreements* ou *SPA*), nos quais consagram **declarações, garantias e cláusulas de distribuição do risco** (*risk allocation provisions* ou *RAP*), que visam mitigar diversos riscos como:⁶⁷

- i. Risco de incorreta valorização das participações sociais;
- ii. Risco de alteração do valor da empresa no hiato temporal entre o momento do *signing* e o momento do *closing*;
- iii. Risco de a transação acordada entre as partes no momento do *signing* não ser efetivamente concluída no momento do *closing* ou que a sua execução seja afetada por eventos supervenientes.

Analisemos, de seguida, cada uma destas soluções contratuais e de que forma poderão ser aplicadas no âmbito contratual.

⁶⁵ RUSSO, Fábio Castro, *Due diligence e responsabilidade*, in I Congresso Direito das Sociedades em Revista, Almedina, Lisboa, 2010, pág. 23.

⁶⁶ PIRES, Catarina Monteiro, *Aquisição de Empresas e de Participações Acionistas Problemas e Litígios*, Almedina, 2018, pág. 17.

⁶⁷ GOMES, José Ferreira, *M&A – Aquisição de Empresas e de Participações Sociais*, AAFDL Editora, Lisboa, 2022, págs. 225 e 226.

3.1. Declarações (*representations*) e garantias (*warranties*)

No âmbito dos contratos de compra e venda de participações sociais como veículo de transmissão de uma empresa, a inclusão de declarações (de facto ou de Direito) e garantias das partes aumenta em grande medida a segurança jurídica das partes oferecendo um regime garantístico automático.⁶⁸

Estas cláusulas assumem especial importância dada a desadequação de aplicação das soluções conferidas pelos regimes da compra e venda de bens onerados e de coisas defeituosas no âmbito da transmissão de participações sociais.⁶⁹

Assim, ao serem estipuladas declarações e garantias, previnem-se, *a priori*, os litígios que possam advir durante a execução do contrato – através da estipulação de cláusulas deste tipo, o vendedor clarifica aquilo a que se obriga e o comprador fica a saber com o que pode legitimamente esperar receber, evitando-se futuras discussões sobre a existência de determinados vícios.⁷⁰

É comum, por exemplo, o **vendedor** declarar e garantir que a participação social a ser transmitida foi validamente subscrita e integralmente realizada e que se encontra livre de quaisquer ónus, direitos controvertidos, penhores, contratos, acordos, opções, encargos ou responsabilidades de qualquer natureza suscetíveis de limitar ou impedir o exercício de qualquer direito inerente à titularidade dos mesmos.

Se tal declaração for falsa (*misrepresentation*) ou a garantia não se verificar (*breach of warranty*), e o dano provocado for a diminuição do valor da participação social, será necessário aferir o valor da supressão patrimonial. Este valor corresponderá à diferença entre o valor económico-financeiro da sociedade garantido pelo vendedor através de contas apresentadas e o seu valor real, que teria determinado o preço do negócio.⁷¹

⁶⁸ LOUREIRO, Catarina Tavares, FERREIRA, Manuel Cordeiro, “As cláusulas de declarações e garantias no direito português – reflexões a propósito do acórdão do Supremo Tribunal de Justiça de 1 de março de 2016”, 15 de setembro de 2016, págs. 15 e 16.

⁶⁹ RUSSO, Fábio Castro, *Due diligence e responsabilidade*, in I Congresso Direito das Sociedades em Revista, Almedina, Lisboa, 2010, pág. 17.

⁷⁰ GOMES, José Ferreira, *M&A – Aquisição de Empresas e de Participações Sociais*, AAFDL Editora, Lisboa, 2022, pág. 466.

⁷¹ Ac. do STJ de 1 de março de 2016 (Fernandes do Vale), proc. 4915/04.9TVLSB.L1.S1.

No caso do **comprador**, as declarações e garantias que este poderá prestar tendem a ser menos extensas, abrangendo questões como a sua capacidade e legitimidade para celebrar o negócio e para o consumir.⁷²

As declarações e garantias tipicamente são prestadas por referência ao momento do *signing*, sendo comum as partes preverem a renovação das mesmas à data do *closing*. Havendo uma divergência entre os factos e o previamente declarado, o declarante (normalmente o vendedor) deve informar a contraparte, sob pena de as suas declarações passarem a consistir em incumprimento. Existindo tal alteração, poderá haver lugar a redução do preço acordado ou a não produção dos efeitos do contrato.⁷³

A violação de cláusulas deste tipo pelo declarante/garante não gera um dever de indemnizar na aceção do regime legal da responsabilidade civil, previsto no Art. 564.º do CC, mas apenas um dever de prestar (*stricto sensu*) perante a contraparte.⁷⁴

Ao serem estipuladas cláusulas deste tipo, ao abrigo do princípio da autonomia privada previsto no Art. 405.º do CC, o declarante/garante assume plenamente o risco da não verificação da situação garantida, **independentemente de culpa** da sua parte.⁷⁵

Pelo exposto, verifica-se que as cláusulas de declarações e garantias são um **sistema autónomo** e não uma mera concretização da referência às “qualidades asseguradas pelo vendedor” (cuja falta corresponderia a um defeito relevante para efeitos do Art. 913.º/1 do CC), casos em que o vendedor só seria obrigado a indemnizar o comprador caso tivesse havido culpa da sua parte na falta de identificação do vício de que a coisa padecia.⁷⁶

3.1.1 Em especial: A garantia de bom funcionamento

A “garantia de bom funcionamento” prevista no Art. 921.º do CC tem em vista assegurar o bom funcionamento do bem vendido e, como tal, não se confunde com as garantias das

⁷² GOMES, José Ferreira, *M&A – Aquisição de Empresas e de Participações Sociais*, AAFDL Editora, Lisboa, 2022, pág. 252.

⁷³ GOMES, José Ferreira, *M&A – Aquisição de Empresas e de Participações Sociais*, AAFDL Editora, Lisboa, 2022, pág. 286.

⁷⁴ Ac. do STJ de 1 de março de 2016 (Fernandes do Vale), proc. 4915/04.9TVLSB.L1.S1; LOUREIRO, Catarina Tavares, FERREIRA, Manuel Cordeiro, *As cláusulas de declarações e garantias no direito português – reflexões a propósito do acórdão do Supremo Tribunal de Justiça de 1 de março de 2016*, 15 de setembro de 2016, pág. 18

⁷⁵ Ac. do STJ de 1 de março de 2016 (Fernandes do Vale), proc. 4915/04.9TVLSB.L1.S1.

⁷⁶ LOUREIRO, Catarina Tavares, FERREIRA, Manuel Cordeiro, *As cláusulas de declarações e garantias no direito português – reflexões a propósito do acórdão do Supremo Tribunal de Justiça de 1 de março de 2016*, 15 de setembro de 2016, pág. 28.

obrigações que visam apenas intensificar a tutela do comprador, através de uma passagem do plano primário ao plano secundário de pretensões de cumprimento do comprador.⁷⁷

No âmbito da compra de empresas através da transmissão de participações sociais de controlo, existir uma “**garantia do balanço**”, conferida pelo vendedor ao comprador e que, em bom rigor, tem uma função semelhante à garantia de bom funcionamento prevista no CC.

Coloca-se, contudo a questão de saber, o que acontece se o estado económico da empresa estiver aquém do valor resultante na “garantia do balanço”?

Relativamente aos remédios que a lei concede ao comprador, faz-se referência à reparação ou substituição da coisa, independentemente de culpa do vendedor ou de erro do comprador, mas não à anulação do contrato, redução do preço, nem indemnização.⁷⁸

Assim, em caso de violação da “garantia do balanço”, a questão deverá ser resolvida pelo vendedor através de reposições pecuniárias, equilibrando-se o passivo subavaliado ou o ativo sobreavaliado (tese do “preenchimento do balanço”).⁷⁹

Relativamente ao prazo de exercício da garantia, nos termos do Art. 921.º/2 do CC, este expira 6 meses após a entrega da coisa, salvo se os usos estabeleçam prazo maior. Este período reduzido justifica-se, a nosso ver, tendo em vista a prevenção ou aumento de danos, a limitação do encargo do vendedor e do conteúdo da sua obrigação.⁸⁰

3.2. Cláusulas contratuais típicas

Mais problemáticas são as situações em que as cláusulas do contrato de compra e venda padecem de alguma invalidade, em que não existem “declarações e garantias” ou que, tendo estas sido convencionadas, não cobrem determinada perturbação entretanto verificada ou não regulam as consequências associadas a essa mesma perturbação.⁸¹

⁷⁷ PIRES, Catarina Monteiro, *Aquisição de Empresas e de Participações Acionistas Problemas e Litígios*, Almedina, 2018, p. 110; LEITÃO, Luís Manuel Teles de Menezes, *Direito das Obrigações, Volume III – Contratos em especial*, 13ª Edição, Almedina, 2019, pág. 133.

⁷⁸ LEITÃO, Luís Manuel Teles de Menezes, *Direito das Obrigações, Volume III – Contratos em especial*, 13ª Edição, Almedina, 2019, págs. 134 e 135.

⁷⁹ PIRES, Catarina Monteiro, *Aquisição de Empresas e de Participações Acionistas Problemas e Litígios*, Almedina, 2018, pág. 112.

⁸⁰ CORDEIRO, António Menezes, *Tratado de Direito Civil XI*, Almedina, 2018, págs. 291 e 292.

⁸¹ PIRES, Catarina Monteiro, *Aquisição de Empresas e de Participações Acionistas Problemas e Litígios*, Almedina, 2018, págs. 14 e 15.

É neste contexto que assume especial relevância a consagração de um conjunto de cláusulas contratuais que colmatem estes imprevistos.

3.3.1 Cláusulas de revisão/ajuste de preço: *Completion accounts* e *Locked-box*

Como foi referido no Capítulo 1.1, durante o hiato temporal que medeia a data a que se refere a avaliação das participações sociais e a data prevista do *closing*, o valor das participações sociais tende a oscilar (positiva ou negativamente).

Nos termos dos Arts. 466.º do CCom. e 883.º do CC, as partes podem estipular um ajuste do preço em função das contas fechadas no momento do *closing* (***completion accounts***) ou fixar que o preço a pagar será aquele que resulta do balanço no momento do *signing* (***locked-box***).⁸²

Relativamente ao mecanismo das ***completion accounts***, este, por um lado, o assegura que o comprador não suporta oscilações patrimoniais adversas ocorridas nesse período, uma vez que o preço final é determinado com base na posição financeira real da empresa no momento da transferência efetiva da titularidade das participações sociais. Por outro, envolve um processo contabilístico detalhado, que pode gerar complexidade e negociações prolongadas entre as partes.

Relativamente ao modelo ***locked-box***, não há lugar a ajustes posteriores ao preço com base em variações patrimoniais ocorridas entre o *signing* e o *closing*, garantindo-se a previsibilidade e segurança para o vendedor, evitando disputas futuras sobre a determinação do preço.

Face a estas duas opções, importa escolher qual o mecanismo mais adequado no âmbito da transação em causa.

Em contextos onde a sociedade-alvo apresenta uma estrutura financeira estável e previsível, o *locked-box* poderá ser uma opção eficiente, reduzindo custos e incertezas. No entanto, quando existam variações patrimoniais significativas entre o momento do *signing* e o *closing*, ou quando o comprador deseja assegurar um controlo mais rigoroso sobre o valor da empresa adquirida, as *completion accounts* poderão ser a alternativa mais adequada.

⁸² GOMES, José Ferreira, *M&A – Aquisição de Empresas e de Participações Sociais*, AAFDL Editora, Lisboa, 2022, p. 289; LEITÃO, Luís Manuel Teles de Menezes, *Direito das Obrigações, Volume III – Contratos em especial*, 13ª Edição, Almedina, 2019, págs. 34 e 35.

3.3.2 Cláusulas de revisão/ajuste de preço: *Earn-out*

A **cláusula de *earn-out*** é normalmente aposta em contratos de compra e venda, nos quais a obrigação de pagamento do preço é um efeito essencial, nos termos do Art. 879.º, alínea c) do CC.⁸³

Através da estipulação de uma cláusula deste tipo, ao abrigo do Artigo 405.º do CC, as partes equilibram os seus interesses quando não existe coincidência entre os intervalos de preço propostos pelo comprador e pelo vendedor. Visa distribuir-se o risco do negócio, uma vez que o vendedor recebe uma contrapartida adicional pela transmissão das participações em face de resultados (em sentido amplíssimo) obtidos pela empresa num determinado período futuro (*earn-out period*).⁸⁴

A prática demonstra que a cláusula de *earn-out* tem um conteúdo variável, mas sujeita sempre a determinação do montante final do preço devido, no termo do período acordado, à verificação de um ou vários eventos futuros e incertos. Estes eventos futuros e incertos podem ter natureza financeira e/ou não financeira, remetendo, por exemplo, para o resultado do EBITDA ou para a necessidade de uma autorização administrativa relevante para a operação da empresa-alvo (objeto mediato do negócio).⁸⁵

O *earn-out* revela-se muitas vezes como o ponto de encontro numa negociação, funcionando não apenas como um mecanismo financeiro de ajustamento posterior do preço, mas também como um instrumento de incentivo à gestão da empresa adquirida durante um período incerto de transição, no qual, evidentemente, se exige uma conduta de boa-fé de ambas as partes, nos termos dos Arts. 275.º/2 e 762.º/2 do CC.⁸⁶

Por um lado, o **vendedor**, muitas vezes mantendo-se em funções de gestão ou assessoria, vê o seu interesse financeiro diretamente ligado ao desempenho futuro da empresa,

⁸³ CANDEIAS, Henrique Marques, *A cláusula de earn-out nos contratos de M&A - Elementos, conteúdo, validade, funções, distribuição de riscos, qualificação como condição imprópria e regime aplicável*, in Revista de Direito das Sociedades, Ano XV (2023), Número 2, págs. 247 e 252.

⁸⁴ CANDEIAS, Henrique Marques, *A cláusula de earn-out nos contratos de M&A - Elementos, conteúdo, validade, funções, distribuição de riscos, qualificação como condição imprópria e regime aplicável*, in Revista de Direito das Sociedades, Ano XV (2023), Número 2, págs. 246, 249 e 255.

⁸⁵ CANDEIAS, Henrique Marques, *A cláusula de earn-out nos contratos de M&A - Elementos, conteúdo, validade, funções, distribuição de riscos, qualificação como condição imprópria e regime aplicável*, in Revista de Direito das Sociedades, Ano XV (2023), Número 2, págs. 250 e 252.

⁸⁶ GOMES, José Ferreira, *M&A – Aquisição de Empresas e de Participações Sociais*, AAFDL Editora, Lisboa, 2022, págs. 287 e 288.

o que o motiva a assegurar a continuidade e qualidade da operação. Por outro lado, o **comprador** beneficia de uma mitigação do risco associado à incerteza sobre o futuro desempenho da empresa, pagando um valor adicional apenas se determinados objetivos financeiros ou operacionais forem atingidos.⁸⁷

Assim, conclui-se que uma estrutura contratual deste tipo obriga ambas as partes a alinhar expectativas e a definir, de forma clara e mensurável, as métricas de desempenho que servirão de base ao cálculo do *earn-out*, sendo igualmente importante assegurar que tais métricas não conduzam a comportamentos de gestão oportunistas ou distorções na tomada de decisão estratégica.

3.3.3 Cláusulas de adaptação: *Material Adverse Change* (MAC), *Hardship* e Força maior

As **cláusulas MAC** conferem ao comprador a possibilidade de resolver o contrato caso se verifique um facto, no momento entre o *signing* e o *closing* que tenha, ou possa razoavelmente ter no futuro, um efeito material adverso do ponto de vista comercial.⁸⁸

As **cláusulas *hardship*** estabelecem um dever de renegociar um contrato quando ocorre uma modificação substancial das circunstâncias suscetível de afetar o equilíbrio global do contrato, ou seja, quando uma das partes se depare com dificuldades sérias na execução do contrato. Estas cláusulas articulam-se com o regime da alteração das circunstâncias, previsto no Art. 437.º do CC.⁸⁹

As **cláusulas de força maior** desoneram as partes do cumprimento das suas obrigações quando a prestação se tenha tornado impossível de vido a um evento imprevisível, extraordinário e irresistível (Ex: guerra, epidemias e desastres naturais). Estas cláusulas articulam-se com o regime da impossibilidade.⁹⁰

⁸⁷ CANDEIAS, Henrique Marques, *A cláusula de earn-out nos contratos de M&A - Elementos, conteúdo, validade, funções, distribuição de riscos, qualificação como condição imprópria e regime aplicável*, in Revista de Direito das Sociedades, Ano XV (2023), Número 2, págs. 248 e 252.

⁸⁸ GOMES, José Ferreira, *M&A – Aquisição de Empresas e de Participações Sociais*, AAFDL Editora, Lisboa, 2022, págs. 291 e 292.

⁸⁹ DUARTE, Rui Pinto, *A interpretação dos contratos*, Almedina, 2016, p. 16.

⁹⁰ GOMES, José Ferreira, *M&A – Aquisição de Empresas e de Participações Sociais*, AAFDL Editora, Lisboa, 2022, p. 299 e 300.

Todas cláusulas mencionadas podem ser mais genéricas ou mais específicas, consoante assentem apenas em conceitos indeterminados ou ofereçam concretizações em casos específicos. Quanto mais genéricas, menores serão os custos de negociação e maiores serão os custos de *enforcement*. Lógica inversa se aplicará quanto mais específicas forem estas cláusulas.⁹¹

3.3.4 Cláusulas sobre interpretação

As normas legais sobre a interpretação dos contratos, como a prevista no Art. 236.º/1 do CC, não tendem a ser injuntivas, podendo as partes fixar regras contratuais específicas neste âmbito.⁹²

As cláusulas sobre interpretação do contrato visam a resolução de problemas concretos e auxiliar a reconstrução da vontade das partes e, neste sentido, têm igualmente em vista a distribuição adequada do risco do desentendimento sobre o modo de solucionar um problema concreto.⁹³

Capítulo 4 – A importância da *due diligence* do comprador

4.1. Conceito e finalidades

A *due diligence* consiste numa análise detalhada dos elementos sobre os quais assenta a avaliação e a fixação do preço do objeto do negócio.

Esta análise jurídica, económico-financeira ou técnica (Ex: ambiental ou imobiliária), por regra, é promovida pelo adquirente de participações sociais de controlo, mas pode, igualmente, resultar da iniciativa do vendedor (o que acontece frequentemente quando este promove um “leilão” pela compra das participações sociais de que é titular).⁹⁴

⁹¹ GOMES, José Ferreira, *M&A – Aquisição de Empresas e de Participações Sociais*, AAFDL Editora, Lisboa, 2022, p. 298 e 300.

⁹² GOMES, José Ferreira, *M&A – Aquisição de Empresas e de Participações Sociais*, AAFDL Editora, Lisboa, 2022, p. 298 e 300.

⁹³ GOMES, José Ferreira, *M&A – Aquisição de Empresas e de Participações Sociais*, AAFDL Editora, Lisboa, 2022, p. 298 e 300.

⁹⁴ GOMES, José Ferreira, *M&A – Aquisição de Empresas e de Participações Sociais*, AAFDL Editora, Lisboa, 2022, p. 199; RUSSO, Fábio Castro, *Due diligence e responsabilidade*, in I Congresso Direito das Sociedades em Revista, Almedina, Lisboa, 2010, pág. 17; RIBES, Miguel Gimeno, *La protección del comprador en la adquisición de empresa*, Granada, 2013, pág. 216.

Num *share deal*, a *due diligence*, enquanto base do contrato e da decisão de contratar, assume duas finalidades:⁹⁵

1. **Finalidade imediata:** dar a conhecer ao comprador a situação das participações sociais a transmitir, bem como relações entre a sociedade e os sócios (e mesmo entre estes), reduzindo-se as assimetrias informativas existentes.
2. **Finalidade mediata:** permitir aos gerentes ou administradores das partes envolvidas uma avaliação da relação risco-benefício inerente ao negócio em causa, auxiliando as mesmas na decisão sobre a estruturação da operação em causa (*vide* o Art. 64.º/1 a) do CSC). A *due diligence*, enquanto análise retrospectiva e prospetiva, afigura-se como essencial à determinação do preço e à gestão do risco (pré e pós aquisição) inerente na compra, através da exigência de garantias e outras soluções contratuais.

Por fim, a auditoria assume também uma **função probatória**, que aproveita a ambas as partes.

Por um lado, permite ao **vendedor** demonstrar ter esclarecido o comprador quanto a determinados factos e riscos, cumprindo assim os seus deveres de informação pré-contratual impostos pela boa fé, afastando assim qualquer culpa *in contrahendo* da sua parte com base na violação desses deveres.⁹⁶

Por outro, o **comprador** pode fazer uso da *due diligence* para provar quais os factos que lhe foram revelados e quais não foram. Isto afigura-se como especialmente relevante para os membros do órgão de administração da sociedade compradora (se for o caso), que poderão demonstrar terem atuado “em termos informados, informados, livre(s) de qualquer interesse pessoal e segundo critérios de racionalidade empresarial” (Art. 72.º/2 do CSC), com a exclusão de responsabilidade que daí resulta.⁹⁷

⁹⁵ GOMES, José Ferreira, *M&A – Aquisição de Empresas e de Participações Sociais*, AAFDL Editora, Lisboa, 2022, págs. 200 a 209; RUSSO, Fábio Castro, *Due diligence e responsabilidade*, in I Congresso Direito das Sociedades em Revista, Almedina, Lisboa, 2010, págs. 13 e 16; RIBES, Miguel Gimeno, *La protección del comprador en la adquisición de empresa*, Granada, 2013, pág. 215.

⁹⁶ RUSSO, Fábio Castro, *Due diligence e responsabilidade*, in I Congresso Direito das Sociedades em Revista, Almedina, Lisboa, 2010, págs. 22 e 23.

⁹⁷ GOMES, José Ferreira, *M&A – Aquisição de Empresas e de Participações Sociais*, AAFDL Editora, Lisboa, 2022, págs. 203; RUSSO, Fábio Castro, *Due diligence e responsabilidade*, in I Congresso Direito das Sociedades em Revista, Almedina, Lisboa, 2010, págs. 17 e 18.

Assim, conclui-se que a *due diligence* releva essencialmente numa perspetiva preventiva, ao passo que os regimes da compra e venda de bens onerados e de coisas defeituosas previstos no CC apenas “combatem” a sobredita assimetria após a conclusão do contrato.⁹⁸

4.2. O acesso à informação na sociedade visada

A informação que tipicamente está abrangida por uma *due diligence* vai além daquela que o vendedor está obrigado a prestar ao abrigo da boa-fé. Ao promover uma *due diligence*, o comprador visa consultar diretamente os documentos da sociedade para efeitos da sua avaliação.⁹⁹

Uma vez que o vendedor não dispõe de toda a informação a analisar, será necessária a colaboração da própria sociedade-alvo, cuja personalidade jurídica é, claro, distinta da do vendedor (sócio ou acionista).¹⁰⁰

Nas SA os direitos de informação dos sócios são mais limitados, de acordo com os Arts. 288.º a 291.º do CSC. Para efeitos da decisão sobre a divulgação de informação no âmbito de uma *due diligence*, o conselho de administração da sociedade-visada deve¹⁰¹:

- a) Avaliar a relação risco-benefício da operação;
- b) Comparar os benefícios da operação com o risco da divulgação da informação;
- c) Verificar se o potencial comprador é concorrente;
- d) Apreciar a probabilidade da operação se concretizar;
- e) Assegurar a eficácia das medidas preventivas de salvaguarda da confidencialidade da informação;

O Art. 291.º do CSC, a título de exemplo, faz depender o direito à informação do acionista de uma participação mínima de 10% e não confere ao acionista o direito à consulta geral de documentos, mas apenas aos previstos no Art. 288.º/1 do CSC.¹⁰²

⁹⁸ RUSSO, Fábio Castro, *Due diligence e responsabilidade*, in I Congresso Direito das Sociedades em Revista, Almedina, Lisboa, 2010, págs. 15 e 16.

⁹⁹ GOMES, José Ferreira, *M&A – Aquisição de Empresas e de Participações Sociais*, AAFDL Editora, Lisboa, 2022, págs. 188 e 189.

¹⁰⁰ RUSSO, Fábio Castro, *Due diligence e responsabilidade*, in I Congresso Direito das Sociedades em Revista, Almedina, Lisboa, 2010, pág. 20.

¹⁰¹ GOMES, José Ferreira, *M&A – Aquisição de Empresas e de Participações Sociais*, AAFDL Editora, Lisboa, 2022, págs. 209 a 213.

¹⁰² Ac. do STJ de 24 de abril de 2014 (Oliveira Vasconcelos), proc. 287/12.6TBAMR.G1.S1.

Nas **SpQ**, o sócio tem acesso privilegiado à informação, nos termos dos Arts. 214.º e 259.º do CSC. Se a *due diligence* for autorizada pelos sócios da sociedade-visada, os gerentes devem tomar as medidas necessárias para salvaguardar os interesses da sociedade, assegurando a confidencialidade da respetiva informação.¹⁰³

4.3. A relevância crescente da Inteligência Artificial na *due diligence* do comprador

A evolução tecnológica e, em particular, a crescente utilização da IA têm vindo a transformar significativamente o processo de *due diligence*.

Tradicionalmente, este processo era predominantemente manual, exigindo longas horas de revisão documental e análise por parte de equipas multidisciplinares. Atualmente, a IA surge como uma ferramenta inovadora que permite automatizar tarefas repetitivas, detetar padrões ocultos e reduzir o tempo de execução.

A aplicação da IA na *due diligence* manifesta-se, designadamente, na análise de grandes volumes de contratos e documentos societários, na identificação de cláusulas de risco e na extração automática de informações críticas. Softwares especializados conseguem, em poucos minutos, identificar termos contratuais desfavoráveis, prazos de caducidade iminentes, ou potenciais contingências legais e financeiras.

Por outro lado, a IA permite uma abordagem preditiva, antecipando eventuais riscos futuros com base em dados históricos e tendências do setor, contribuindo para decisões mais informadas.

Contudo, esta transformação não está isenta de desafios. A supervisão humana mantém-se essencial para interpretar corretamente o contexto jurídico e evitar decisões automatizadas desajustadas. Além disso, a utilização de IA levanta questões relacionadas com a confidencialidade, proteção de dados e cibersegurança, que deverão ser adequadamente ponderadas.

Em suma, a IA não substitui o papel crítico dos advogados e consultores financeiros no processo de *due diligence*, mas constitui um complemento valioso, aumentando a eficiência, a profundidade analítica e a capacidade de antecipação de riscos do comprador.

¹⁰³ GOMES, José Ferreira, *M&A – Aquisição de Empresas e de Participações Sociais*, AAFDL Editora, Lisboa, 2022, págs. 213 a 215.

Conclusão

A análise desenvolvida ao longo desta dissertação teve como objetivo evidenciar a complexidade e relevância da repartição do risco nos contratos de transmissão de participações sociais como modo de aquisição de uma empresa.

Conclui-se que o ordenamento jurídico português oferece instrumentos legais eficazes, embora muitas vezes insuficientes ou desajustados face à realidade dinâmica das operações de transmissão de participações como modo de aquisição de uma empresa.

Para evitar os inconvenientes das soluções legais supletivas, os contratos de transmissão de participações sociais devem ser estruturados criteriosamente, incorporando cláusulas específicas que clarifiquem as expectativas das partes, definam os limites da responsabilidade do vendedor e atribuam um papel ativo ao comprador através de um processo de *due diligence*.

Esta diligência prévia revela-se, cada vez mais, um pilar essencial na mitigação de riscos e na preservação do equilíbrio contratual, pelo que cumpre salientar o facto de a evolução tecnológica, nomeadamente o recurso à IA, surgir como um novo aliado no processo de análise e avaliação, potenciando a eficiência e a capacidade preditiva dos compradores, sem, contudo, substituir o julgamento e a interpretação jurídica humana.

Em síntese, a repartição do risco num *share deal* não resulta apenas da aplicação de normas legais ou da redação de cláusulas contratuais, mas sim da conjugação desses elementos com uma análise estratégica, prudente e informada por parte dos intervenientes. Apenas assim será possível redigir um contrato justo, equilibrado e apto a resistir às contingências que, inevitavelmente, surgem no contexto empresarial transacional.

Bibliografia

ABREU, Jorge Manuel Coutinho de, *Curso de Direito Comercial – Das Sociedades, Volume II*, 7.^a edição, Almedina, Coimbra, 2022;

ALMEIDA, António Pereira de, *Sociedades Comerciais, Valores Mobiliários, Instrumentos Financeiros e Mercados – Volume I*, Almedina, outubro 2022;

ANTUNES, Ana Filipa Moraes, in *Comentário ao Código Civil – Vol. III (“Direito das Coisas”)* | UCP – Faculdade de Direito, art. 252.º, 2014;

ANTUNES, José Engrácia, *A empresa como objeto de negócios – “Asset Deals” Versus “Share Deals”*, in *Revista da Ordem dos Advogados*, Lisboa, Setembro/Dezembro 2008;

BREALEY, Richard A., MYERS, Stewart C., ALLEN, Franklin, *Principles of Corporate Finance*, 10th Edition, McGraw-Hill Irwin, 2011;

CANDEIAS, Henrique Marques, *A cláusula de earn-out nos contratos de M&A - Elementos, conteúdo, validade, funções, distribuição de riscos, qualificação como condição imprópria e regime aplicável*, in *Revista de Direito das Sociedades*, Ano XV (2023), Número 2;

CARVALHO, Pedro Nunes de, *Considerações acerca do erro em sede de patologia da declaração negocial*, in *Revista da Ordem dos Advogados*, Ano 52 – Vol. I, abril 1992;

CORDEIRO, António Menezes, *Tratado de Direito Civil XI*, Almedina, 2018;

CORTEZ, Jorge Simões, LEITE, Inês Pinto, *As Formalidades da Transmissão de Quotas e Acções no Direito Português: dos princípios à prática*, in “Questões de Direito Societário em Portugal e no Brasil”, Almedina, 5 de junho de 2012;

DUARTE, Rui Pinto, *A interpretação dos contratos*, Almedina, 2016;

FONSECA, Patrícia Afonso, *A negociação de participações de controlo. A jurisprudência*, in *I Congresso Direito das Sociedades em Revista*, Coimbra, Almedina, 2011;

FRADA, Manuel Cordeiro da, *Perturbações típicas do contrato de compra e venda*, 1991;

GOMES, José Ferreira, *M&A Aquisição de Empresas e de Participações Sociais*, AAFDL Editora, 2022;

GOMES, Manuel Januário da Costa, *Contratos Comerciais*, Almedina, 2012;

LEITÃO, Luís Manuel Teles de Menezes, *Direito das Obrigações*, Volume III – *Contratos em especial*, 13ª Edição, Almedina, 2019;

LOUREIRO, Catarina Tavares, FERREIRA, Manuel Cordeiro, *As cláusulas de declarações e garantias no direito português – reflexões a propósito do acórdão do Supremo Tribunal de Justiça de 1 de março de 2016*, 15 de setembro de 2016;

MARTINEZ, Pedro Romano, *Cumprimento Defeituoso*, Almedina, 2015;

MONTEIRO, António Pinto, *Compra e venda de empresas – A venda de participações sociais como venda de empresa (“share deal”)*, in *Revista de Legislação e de Jurisprudência*, Ano 137, nº 3947, Coimbra Editora, 2007;

PIRES, Catarina Monteiro, *Aquisição de Empresas e de Participações Acionistas Problemas e Litígios*, Almedina, 2018;

PIRES, Catarina Monteiro, *Resolução do contrato por incumprimento e impossibilidade de restituição em espécie*, *O Direito*, 2012, Volume III;

RIBES, Miguel Gimeno, *La protección del comprador en la adquisición de empresa*, Granada, 2013;

RUSSO, Fábio Castro, *Due diligence e responsabilidade*, in *I Congresso Direito das Sociedades em Revista*, Almedina, Lisboa, 2010.

Jurisprudência

Ac. da RPt de 14 de janeiro de 2020 (Lina Baptista), proc. 4738/15.0T8MAI-A.P1;

Ac. do TRC de 23 de janeiro de 2018 (Isaías Pádua), proc. 6874/14.0T8CBR.C1;

Ac. do STJ de 1 de março de 2016 (Fernandes do Vale), proc. 4915/04.9TVLSB.L1.S1;

Ac. do STJ de 18 de outubro de 2016 (Hélder Roque), proc. 4220/06.6TCLRS.L1.S1;

Ac. do STJ de 24 de abril de 2014 (Oliveira Vasconcelos), proc. 287/12.6TBAMR.G1.S1;

Ac. do TRL de 01 de julho de 2014 (Afonso Henrique), proc. 1354/12.1TBSXL.L1-1;

Ac. do STJ de 26 de novembro de 2014 (Tavares de Paiva);

Ac. do TRC de 25 de junho de 2013 (Jaime Carlos Ferreira), proc. 92/11.7T2SVV.C1;

Ac. do STJ de 4 de abril de 2006 (Nuno Cameira), proc. 06A222;

Ac. do STJ de 21 de maio de 2002 (Azevedo Ramos), proc. 02A1423.