



FACULDADE DE DIREITO
Universidade de Lisboa

A aquisição indireta de empresas – *Share Deal*

Dissertação de Mestrado orientada pelo Professor Doutor David Oliveira Festas

Ana Clara Alves Gomes

Mestrado em Direito e Prática Jurídica – Direito da Empresa

Lisboa

2020

DEDICATÓRIA

Primeiramente, gostaria de agradecer à minha família, em especial aos meus pais, Luciano e Marcia, e ao meu irmão João Bernardo, que sempre me apoiaram incondicionalmente e me motivam a me desafiar e ser uma pessoa melhor a cada dia. Muito obrigada!

Também não poderia deixar de agradecer meu namorado Jorge, que esteve comigo e me apoiou na reta final da dissertação e não me deixou desanimar em nenhum momento.

Por fim, gostaria de agradecer o Professor Doutor David Oliveira Festas, que aceitou ser meu Orientador nesta dissertação e compartilhou comigo seus conhecimentos, que jamais serão esquecidos.

RESUMO

O presente estudo versa fundamentalmente sobre as transmissões indiretas de empresa, nomeadamente as realizadas através das aquisições de participações sociais de controlo da sociedade detentora da empresa – que atualmente representam o principal modo de aquisição empresarial. Sendo assim, o ponto de enfoque do trabalho centra-se na possível equiparação entre as transmissões diretas e indiretas de empresa e as perturbações e incumprimentos contratuais comumente encontrados neste tipo negocial.

Para tanto, tomamos como ponto de partida a possível sinonímia entre os conceitos de “empresa” e de estabelecimento comercial, fazendo uma breve menção às posições adotadas pela doutrina. Por conseguinte, diferenciaremos as principais modalidades diretas e indiretas de transmissão empresarial, nos aprofundando, no entanto, no estudo das transmissões indiretas por meio de aquisição de participações sociais de controlo e, bem assim, diferenciando-as da *mera* aquisição de participações sociais.

Para tratarmos da equiparação entre as modalidades de transmissão de empresas, seus requisitos de admissibilidade e limitações, analisaremos a formação do contrato e os direitos e obrigações das partes, dando especial atenção à *Due Diligence* e ao acesso à informação.

Quanto às perturbações e situações de incumprimento contratual e cumprimento defeituoso, iniciaremos com o estudo do caso da Sociedade Financeira Portuguesa e passaremos, posteriormente, ao estudo dos regimes legais e sua adequação às aquisições indiretas, por meio de uma análise do regime dos vícios na formação da vontade e o regime da responsabilidade pré-contratual. Por fim, trataremos da distribuição do risco e das garantias conferidas às partes por meio das cláusulas de declarações e garantias (“*Representations and Warranties*”) e cláusulas relativas a alterações circunstanciais (“*Material Adverse Change*”).

Palavras-chave: transmissão empresarial, aquisição de participações sociais, *asset deal*, *share deal*, *due diligence*.

ABSTRACT

This study aims implicit company transfers, specifically the ones named through t shareholding acquisition controlled by the company's holder – which is the most common company acquisition method in the present days. Therefore, the main point of this dissertation focus on the possibility of equipartitioning between the direct and indirect company transferring methods, and the contractual disturbances and the non-compliance, commonly found in this kind of negotiation.

For this purpose, the starting point is taken as the possible synonymy between the concepts of “company” and business establishment, making a brief mention of the positions adopted by the doctrine. Next, the main direct and indirect business transfer modalities are differentiated, delving into the study of indirect business transfer modalities, and differentiating them from the simple acquisition of social interests.

In order to treat the equivalence between business transfer modalities, their admissibly requirements and limitations, the contract formation, the rights and obligations of the partners are analyzed, giving special attention on the Due Diligence and the access to information.

Regarding the disturbances, contract violation and defective compliance situations, will be starting with the study of the Portuguese Financial Society and move to the case study of the legal regiments and their adaptation regarding the indirect acquisition through the analysis of the formation of the parties' will, and the pre-contractual responsibility regimen. Finally, the distribution of the risk and warranties given to the parties through the clauses of declarations and warranties (Representations and Warranties), and the clauses regarding to circumstantial changes (Material Adverse Change) will be addressed.

Keywords: *company transfer, stock purchase, asset deal, share deal, due diligence.*

Considerações Iniciais

A presente dissertação foi escrita de acordo com o novo acordo ortográfico.

A citação de manuais/monografias de autores far-se-á do seguinte modo: [nome do autor], [obra em itálico], [volume, sendo caso disso], [tomo, sendo caso disso], [edição], [local de impressão], [ano de publicação], [página ou páginas].

A citação de artigos publicados em revistas científicas far-se-á do seguinte modo: [nome do autor], [título do artigo em itálico], [nome da revista], [volume da revista, sendo caso disso], [número da revista, sendo caso disso], [ano de publicação], [página ou páginas].

A citação de artigos em obras coletivas far-se-á do seguinte modo: [nome do autor], [título do artigo entre aspas], [in], [nome da obra coletiva em itálico], [volume da obra coletiva, sendo caso disso], [local de impressão], [ano de publicação], [página ou páginas].

Lista de Abreviaturas

AA.VV.	Vários autores
Ac.	Acórdão
Al. (s)	Alínea (s)
Art. (s)	Artigo (s)
BPSM	Banco Pinto & Sotto Mayor
Cap	Capítulo
CC	Código Civil
CCom.	Código Comercial
Cfr.	Confronte
CIRE	Código da Insolvência e Recuperação de Empresas
CSC	Código das Sociedades Comerciais
DL	Decreto-Lei
DR	Diário da República
Ed.	Edição
LBO	<i>Leveraged Buyout</i>
MAC	<i>Material Adverse Change</i>
MAE	<i>Material Adverse Effect</i>
MBO	<i>Management Buyout</i>
N.º	Número
Ob. cit.	Obra citada
P., pp.	Página, páginas
RLJ	Revista de Legislação e Jurisprudência
ROA	Revista da Ordem dos Advogados
S.A.	Sociedade Anónima
SFP	Sociedade Financeira Portuguesa
STJ	Supremo Tribunal de Justiça
ss.	Seguintes
TA	Tribunal Arbitral
V.	Vide
V.g.	<i>Verbi gratia</i>
Vol.	Volume

Sumário

1. Introdução	8
2. A transmissão de empresas – noção de empresa e modalidades de transmissão	11
2.1 Transmissão Direta e suas modalidades	15
a) Trespasse	15
b) Locação	17
c) Formas Híbridas e Alternativas	18
2.2 Transmissão Indireta e suas modalidades.....	20
a) <i>Leveraged Buy-Out</i>	20
b) Reorganizações Societárias	21
c) Liquidação societária, judicial e insolvencial	23
2.3 <i>Share Deal</i> e <i>Asset Deal</i> sob a perspectiva Anglo-Saxónica	25
3. A venda de empresa através da venda de participações sociais.....	29
3.1 Equiparação da compra e venda de participações à compra e venda de empresa: justificação e limites	31
3.2 Formação do contrato, direitos e obrigações das partes.....	36
a) <i>Due Diligence</i> e o acesso à informação	39
b) Outras obrigações	44
3.3 Perturbações na venda de participações acionistas	47
a) Compra e venda de bens onerados e defeituosos	50
b) Regime do erro sobre a base do negócio	56
c) <i>Culpa in Contrahendo</i>	57
3.4 Cláusulas típicas.....	61
a) Cláusulas de Declarações e Garantias	61
b) Cláusulas de Determinação e Revisão do Preço.....	66
c) Cláusulas Relativas a Alterações Depreciativas	68
4. Conclusão.....	71
5. Referências Bibliográficas	77
6. Jurisprudência	91

1. Introdução

A empresa, que em um primeiro momento limitava-se a pequena produção artesanal e mercantil foi aprimorando-se e, no início do século XIX, as ferramentas passaram a ser substituídas pelas máquinas, bem como a força humana foi substituída pela energia motriz, operando-se máquinas para a produção de produtos químicos e ferro, e utilizando-se a energia da água e do vapor de forma mais eficiente. Desta forma, a produção doméstica foi substituída pelo sistema fabril. Assim, a Revolução Industrial, sendo um processo de grandes transformações económico-sociais foi, sem dúvidas, um divisor de águas na história.

O direito comercial passou, a partir deste momento, pela mais significativa alteração em sua história, ocorrendo uma transformação das estruturas jurídicas das empresas. Desta forma, a empresa individual – constituída por uma pessoa singular – deixa de ser o principal personagem nas relações comerciais, dando lugar às empresas coletivas, constituídas por sociedades comerciais.

Neste sentido, ainda que a negociação e transmissão de empresas seja um tema de extrema relevância e que vem sendo objeto de muito estudo, principalmente ao longo das últimas três décadas, a obra pioneira na matéria foi criada há mais de um século e é intitulada “*Das Unternehmen als Gegenstand des Rechtsverkehrs*”, de autoria de Oskar Pisko¹. No direito português, Orlando de Carvalho² e Jorge Coutinho de Abreu³ redigiram as obras precursoras referentes ao assunto.

O conceito de *empresa* continuou a desenvolver-se e, ainda que o artigo 230º do Código Comercial tenha se referido à empresa, ainda não há um conceito jurídico unitário que a defina.⁴ Assim, nas palavras de Paulo Olavo Cunha, “em sentido lato, a empresa é a

¹ OSKAR PISKO, *Das Unternehmen als Gegenstand des Rechtsverkehrs*, Manz, Wien, 1907.

² ORLANDO DE CARVALHO, *Critério e Estrutura do Estabelecimento Comercial – O problema da empresa como objecto de negócios*, Atlântida, Coimbra, 1967.

³ JORGE COUTINHO DE ABREU, *Da empresarialidade – As Empresas no Direito*, Almedina, Coimbra, 1996.

⁴ Nos termos do artigo 5.º do Código de Insolvência e Recuperação de Empresas, “considera-se empresa toda a organização de capital e de trabalho destinada ao exercício de qualquer atividade económica”. Já a Lei n.º 19/2012, de 8 de Maio (Lei da Concorrência), dispõe em seu artigo 3.º, n.º 1 que “considera-se empresa, para efeitos da presente lei, qualquer entidade que exerça uma atividade económica que consta na oferta de bens ou serviços num determinado mercado, independentemente de seu estatuto jurídico e do seu modo de funcionamento.”

A aquisição indireta de empresas: Share Deal

organização autónoma e intencional de meios (humanos e materiais) apta à realização de uma finalidade útil”⁵.

Relativamente à transmissão de empresas, este fenómeno observou uma profunda explosão nos anos 1980⁶ na maioria dos mercados ocidentais, alcançando não apenas um grande volume de aquisições empresariais, bem como uma assimilável variedade de técnicas utilizadas.⁷

Conforme aponta José Engrácia Antunes, as razões que levam à transmissão de uma empresa são inúmeras, podendo variar desde motivos pessoais⁸ a motivos de ordem económica implícitos ao desenvolvimento e bom funcionamento da empresa⁹, sendo estes os mais comuns.

Desta forma, não há dúvidas quanto à relevância do estudo das empresas e de seus regimes jurídicos. Assim, tendo em vista que as formas de negociação e transmissão de empresas têm sofrido diversas alterações e evoluções com o passar dos anos¹⁰, o presente estudo propõe-se a analisar brevemente as diferentes formas de transmissão de empresas – transmissão direta (“*asset deal*”) e transmissão indireta (“*share deal*”) – e desenvolver, como questão central, a eventual equiparação da transmissão (total ou maioritária) de participações sociais, enquanto modalidade de transmissão indireta de empresas, à transmissão direta das empresas.

⁵ PAULO OLAVO CUNHA, *Lições de Direito Comercial*, Almedina, Coimbra, 2010, p. 53.

⁶ Este período ficou conhecido como “*the deal decade*”, conforme apontam PAULO CÂMARA e MIGUEL BRITO BASTOS, “O Direito da Aquisição de Empresas: uma introdução”, in *Aquisição de Empresas*, (Coord. Paulo Câmara), Coimbra Editora, Coimbra, 2011, pp. 13 e ss.

⁷ PAULO CÂMARA / MIGUEL BRITO BASTOS, *O Direito de aquisição de empresas*, pp. 13-14.

⁸ V.g. O empresário individual não se sente em condições de dar prosseguimento à exploração da empresa, podendo este fato estar relacionado a sua idade ou seu estado de saúde no momento; o fato de não possuir descendentes à quem passar a direção da empresa ou, ainda, o simples desinteresse do empresário em dar continuidade a exploração da empresa. JOSÉ ENGRÁCIA ANTÚNES, *A empresa como objecto de negócios – Asset Deals versus Share Deals*, Revista da Ordem dos Advogados, Vol. II/III, n.º 68, 2008, p. 716.

⁹ Nas palavras do Autor, as razões económicas que levam à transmissão da empresa são “do ponto de vista do empresário (individual ou colectivo) alienante, percepção pessimista da envolvente socio-económica, perda progressiva da quota de mercado, obsolescência dos bens ou serviços, queda gradual dos lucros, carência de capitais próprios ou degradação das condições concorrenciais; do ponto de vista do adquirente (...) aumento da quota de mercado, crescimento empresarial e formação de grupos (v.g. coligação, fusão, reestruturação), diversificação, realização de sinergias, acesso a novas tecnologias ou maximização fiscal”. *A empresa como objecto de negócios*, p. 716.

¹⁰ Com a evolução do Direito Comercial, as tradicionais transmissões diretas de empresas passaram a ser menos utilizadas, dando lugar às transmissões indiretas, principalmente por meio da aquisição de participações sociais de controlo, que investem o adquirente na titularidade económica da empresa.

A aquisição indireta de empresas: Share Deal

Mais, considerando-se a dimensão económica e a complexidade das operações de transmissão e aquisição de empresas, torna-se inegável a necessidade de um regime jurídico que garanta os direitos e interesses das partes envolvidas. Assim, exploraremos também as principais perturbações no cumprimento do contrato de compra e venda de participações acionistas e suas consequências. Neste âmbito, é de se destacar a relevância das garantias conferidas pela Lei às partes contratantes, em especial ao adquirente – parte mais frágil na relação contratual, tendo em vista a assimetria informativa apresentada em tais negócios jurídicos.

2. A transmissão de empresas – noção de empresa e modalidades de transmissão

Muito se discute quanto ao conceito de empresa e de estabelecimento comercial serem sinónimos. Importante ressaltar que a doutrina maioritária¹¹ entende serem conceitos distintos. Conforme aponta Menezes Cordeiro, “a empresa surge como um conceito-quadrado de grande extensão e particular versatilidade. Torna-se pouco adequada para transmitir regimes jurídicos concretos. Compreende-se, assim, que o Direito português tenha elaborado, a seu lado, um outro conceito particularmente apto para traduzir o objeto unitário de determinados negócios: o de estabelecimento.”¹²

Em sentido contrário, porém, Jorge Manuel Coutinho de Abreu entende serem sinónimos os conceitos de empresa e estabelecimento, apontando que a própria lei assim o entende.¹³ No mesmo sentido, Paulo Olavo Cunha aponta que “a empresa, enquanto organização produtiva ou mediadora de riqueza, que exerce, de forma estável, uma certa atividade económica em função do mercado que a dirige, não se diferencia do seu titular, nem do estabelecimento que faz parte integrante.”¹⁴

Para efeitos do presente estudo, adotaremos o entendimento de Jorge Manuel Coutinho de Abreu e de Paulo Olavo Cunha, segundo o qual a empresa não se diferencia do seu titular, nem do estabelecimento que dela faz parte integrante.¹⁵

Para melhor entendimento do tema que propusemos tratar, faz-se necessária uma breve análise das modalidades de transmissão de empresas, sendo elas as transmissões diretas (“*share deals*”) e transmissões indiretas (“*asset deals*”).¹⁶

¹¹ J. DE OLIVEIRA ASCENSÃO, *Direito Comercial*, Vol. I – Institutos Gerais, AAFDL, Lisboa, 1998/1999, p. 144; ANTÓNIO PEREIRA DE ALMEIDA, *Direito Comercial I*, Vol. II – Sociedades Comerciais, AAFDL, Lisboa, 1981, p. 116; J. PINTO FURTADO, *Curso de Direito das Sociedades*, 5.ª Ed., Almedina, Coimbra, 2004, p. 335.

¹² ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito Comercial*, 3.ª Ed., Almedina, Coimbra, 2012, p. 326.

¹³ JORGE COUTINHO DE ABREU, *Curso de Direito Comercial*, Vol. I – Introdução, Actos de Comércio, Comerciantes, Empresas, Sinais Distintivos, 8.ª Ed., Almedina, Coimbra, 2011, p. 213.

¹⁴ PAULO OLAVO CUNHA, *Direito das Sociedades Comerciais*, Almedina, Coimbra, 5ª Ed., 2012, pp. 6 e ss.

¹⁵ Seguindo o mesmo entendimento, ANTÓNIO FERRER CORREIA, *Lições de Direito Comercial*, Universidade de Coimbra, Coimbra, 1965, p. 217.

¹⁶ Segundo o entendimento de PAULO CÂMARA e MIGUEL BRITO BASTOS, as operações de aquisições de empresa consistem em “processos compostos pelo encadeamento de uma multiplicidade de atos e negócios jurídicos tendentes à efetivação do efeito translativo sobre bens que constituem a empresa ou sobre participações da sociedade que a detém”. *O Direito da Aquisição de Empresas*, p. 19.

A aquisição indireta de empresas: Share Deal

Possuindo o proprietário da empresa liberdade de iniciativa económica, este pode dispor de sua empresa por meio dos mais diversos negócios jurídicos, desde o trespasse até a transmissão de participações sociais – principais modalidades de transmissão de cada instituto.¹⁷ Atualmente, as aquisições indiretas de empresas, principalmente aquelas feitas mediante a compra e venda de participações sociais maioritárias ou de controlo, tem prevalecido sobre as tradicionais aquisições diretas.¹⁸

Importante, porém, referir que a transmissão indireta não se limita à compra e venda de participações sociais, sendo as outras modalidades de transmissão o *leveraged buy-out*, as reorganizações societárias e as liquidações societárias, judiciais e insolvenciais; bem como a transmissão direta não se limita ao trespasse, conforme se verificará a diante.

Para José Engrácia Antunes¹⁹, pode-se afirmar – de forma genérica e abstrata – que as transmissões diretas de empresa (nomeadamente o trespasse) consistem na modalidade típica de transmissão de pequenas empresas individuais, enquanto as transmissões indiretas (compra e venda de participações sociais de controlo) são utilizadas na transmissão de médias e grandes empresas coletivas.

A determinação do método mais adequado de transmissão da empresa será decidido pelas partes contratantes através de uma análise, considerando-se as características específicas do negócio em questão, bem como os seguintes fatores: as partes do negócio – transmitente e transmissário; o estado da empresa objeto do negócio; o regime fiscal aplicável; e a forma jurídica da empresa negociada, tendo em vista que uma empresa individual apenas pode ser negociada por meio do trespasse, locação ou outro mecanismo de transmissão direta, por exemplo.²⁰

¹⁷ Cfr. ANTÓNIO PINTO MONTEIRO / PAULO MOTA PINTO, *Compra e Venda de Empresa – A Venda de Participações Sociais como Venda de Empresa (Share Deal)*, Revista de Legislação e de Jurisprudência, n.º 3947, Dez/2007, p. 686.

¹⁸ “Sabe-se que hoje praticamente não se trespasam empresas. Antes se transmitem as participações de domínio ou de controlo das sociedades que exploram as empresas.” RICARDO COSTA, “O Novo Regime do Arrendamento Urbano e os Negócios sobre a Empresa”, in *Nos 20 Anos do Código das Sociedades Comerciais*, Vol. I, Coimbra Editora, Coimbra, 2007, pp. 478-523.

¹⁹ JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, *A empresa como objecto de negócios*, p. 745.

²⁰ MIGUEL GIMENO RIBES, *La Protección del comprador en la adquisición de empresa – Estudio comparado de los ordenamientos Español y Alemán*, Editorial Comares, Granada, 2013, pp. 209 e ss.

A aquisição indireta de empresas: Share Deal

Diferenciemos então, de forma sucinta, os regimes jurídicos das respetivas modalidades de transmissão direta e indireta de empresa, quais sejam o *trespasse* e a compra e venda de participações sociais.²¹

As disparidades entre as modalidades de transmissão de empresas se iniciam, desde logo, quanto ao objeto do negócio.²²

Enquanto nas transmissões diretas de empresas adquire-se a titularidade sobre uma esfera jurídica complexa – o estabelecimento –, nas transmissões indiretas, adquirem-se frações do capital social da sociedade detentora de uma empresa, isto é, adquire-se a titularidade sobre um conjunto de direitos e deveres indexados à realidade subjacente às participações sociais. Tratando-se da aquisição de frações do capital social maioritário ou de controlo da sociedade, pode-se dizer que o adquirente estará investido na titularidade económica da empresa e, conseqüentemente, assumirá uma posição de controlo sobre o capital social e governo da empresa. Em outras palavras, nas transmissões diretas de empresas, o objeto do negócio é o estabelecimento em sua totalidade, enquanto nas transmissões indiretas, o objeto do contrato são as participações sociais.²³

Além disso, cumpre destacar que o contrato de *trespasse* está sujeito a forma legal, devendo ser reduzido a escrito sob pena de nulidade do negócio jurídico.²⁴ É necessário ressaltar, porém, que o ordenamento jurídico português não possui um regime jurídico unitário quanto à circulação dos elementos integrantes da empresa no caso dos negócios transmissivos diretos. Desta forma, faz-se necessário observar as mais diversas normas de circulação previstas relativamente a cada classe de elementos que constituem a empresa *trespassada*.²⁵

²¹ Para efeitos do presente estudo, utilizaremos o *Trespasse* para referirmo-nos à transmissão direta de empresas e a *Compra e Venda de Participações Sociais* à transmissão indireta de empresas, tendo em vista serem as principais modalidades de cada instituto.

²² Cfr. art. 280.º do Código Civil.

²³ ANTÓNIO PINTO MONTEIRO / PAULO MOTA PINTO, *Compra e Venda de Empresa...*, p. 686 e ORLANDO DE CARVALHO, *Direito das Coisas*, Coimbra Editora, Coimbra, 1977, p. 202.

²⁴ Cfr. art. 1112.º, n.º 3 do Código Civil.

²⁵ A título de exemplo, sendo um imóvel um dos elementos integrantes do estabelecimento, sua transmissão definitiva exigirá a observância de escritura pública, tendo em vista que o que está em causa é a transmissão do direito de propriedade do imóvel, nos termos do art. 875.º CC. Mais, tratando-se de imóvel arrendado, será necessária uma notificação do senhorio, conforme disposto no art. 1112.º, n.º 3 CC. Neste sentido, NUNO AURELIANO, “A Obrigação de não Concorrência do *Trespasante* no

A aquisição indireta de empresas: Share Deal

Em sentido contrário, nos contratos de compra e venda de participações sociais deve-se observar os requisitos formais e substanciais previstos para as transmissões de quotas²⁶ e de ações²⁷. Além disso, não havendo alteração da personalidade jurídica da sociedade comercial nas transmissões indiretas, não há que se falar em observância de leis gerais de circulação do património da empresa ou dos elementos que a compõe. Desta forma, devem ser cumpridas apenas as regras relativas à cessão de quotas ou ações.

Além disso, conforme explica José Engrácia Antunes²⁸, há também disparidades quanto à transferência ao adquirente da totalidade dos ativos e passivos da empresa. Nas transmissões diretas, a transmissão regula-se pelas regras juscivilistas da matéria²⁹, fazendo-se necessário um acordo tácito ou expresso para que os direitos empresariais exploracionais³⁰, bem como as obrigações exploracionais³¹ sejam transferidas ao adquirente-trespasário³²; ao passo que nas transmissões indiretas, a totalidade dos ativos e passivos da empresa são instantaneamente transmitidos ao adquirente.³³

Desta forma, contrariamente a outros ordenamentos jurídicos³⁴ que permitem a transmissão universal e automática dos contratos, créditos e dívidas exploracionais da empresa nos *Asset Deals*, o ordenamento jurídico português, não havendo previsto tal possibilidade, obriga que outros negócios jurídicos autónomos e acessórios à

Direito Português”, in *Estudos em Homenagem ao Prof. Doutor Inocêncio Galvão Telles*, Vol. IV, Almedina, Coimbra, 2003, pp. 717 e ss.

²⁶ Quanto às quotas, devem ser observadas a forma escrita (art. 228.º, n.º 1 do Código das Sociedades Comerciais), o consentimento da sociedade (art. 228.º, n.º 2 e art. 230.º CSC), bem como o registo comercial e sua publicação (art. 242-A.º e ss. CSC; art. 3.º, n.º 1, c), art. 15.º, n.º 1, e art. 70.º, n.º 1 do Código do Registo Comercial).

²⁷ Cfr. art. 328.º e ss. CSC; arts. 80.º e 102.º do Código de Valores Mobiliários.

²⁸ JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, *A empresa como objecto de negócios*, pp. 759-761.

²⁹ Cfr. art. 577.º e ss., e art. 595.º e ss. do Código Civil.

³⁰ Créditos do titular da empresa originados no âmbito do exercício e exploração da empresa. V.g créditos resultantes de vendas a consumidores, créditos titulados por letras, indemnização recebida no âmbito de seguro a exportação. JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, *A empresa como objecto de negócios*, p. 759.

³¹ Dívidas emergentes das relações jurídico-económicas da empresa – direta ou indiretamente instrumentais de sua atividade. V.g dívidas a fornecedores, bancos, trabalhadores, fisco. Idem, p. 760.

³² Importante ressaltar que, em todos os casos, o trespasante sempre responderá solidariamente pelas dívidas transmitidas. Não obstante, ele poderá ser exonerado de tal obrigação se houver declaração expressa dos credores.

³³ JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES refere ainda a possíveis exceções à transferência automática nos *Share Deals*, como ocorre nos casos em que há cláusulas “*change of control*”, que atribuem à contraparte contratual um direito de resolução ou – até mesmo – um direito de veto em caso de mudança do controlo da empresa societária. *A empresa como objecto de negócios*, p. 762 (nota 96).

³⁴ V.g. Ordenamento Jurídico Alemão, Brasileiro, Italiano, Suíço...

transmissão direta da empresa ocorram.³⁵ Tal fato acaba por promover as transmissões indiretas, justamente por não ser necessária autorização prévia para a transmissão dos ativos e passivos da empresa.³⁶

Vejamos, a seguir, as modalidades de transmissão direta e transmissão indireta de empresas.

2.1 Transmissão Direta e suas modalidades

Conforme observado anteriormente, a transmissão direta da empresa acarretará a transferência desta em sua totalidade, isto é, se transferirá o “conjunto concatenado de meios materiais e humanos, dotados de uma especial organização e de uma direção, de modo a desenvolver uma atividade segundo regras de racionalidade económica”.³⁷

Todo o conjunto de situações jurídicas que compõe o estabelecimento são transmitidos simultaneamente, não podendo ser transmitidos apenas alguns de seus elementos.³⁸

a) Trespasse

O trespasse consiste na transmissão da empresa enquanto estabelecimento comercial e organização de meios produtivos, outorgando sua propriedade e direitos, de forma definitiva, a título oneroso ou gratuito. Caracteriza-se, assim, pela transmissão da propriedade de um estabelecimento por negócio entre vivos.³⁹ No entanto, o trespasse

³⁵ Conforme apontado, o consentimento das contrapartes se faz necessário nas transmissões diretas para que os ativos e passivos sejam também transmitidos. No entanto, este fato não invalida a transmissão unitária do estabelecimento.

³⁶ RICARDO COSTA, *O novo regime do arrendamento urbano e os negócios sobre a empresa*, p. 511.

³⁷ A. MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito Comercial*, p. 338.

³⁸ Conforme aponta JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, “Constituindo a empresa uma realidade jurídica unitária e distinta de seus vários elementos componentes, os negócios que sobre ela recaem são também forçosamente distintos daqueles que possam porventura incidir sobre tais elementos individualmente considerados: objecto da vontade das partes é negociar a empresa como um todo, enquanto unidade juseconómica, não enquanto acervo inorgânico de bens patrimoniais avulsos”. *A empresa como objecto de negócios*, p. 719.

³⁹ JORGE MANUEL COUTINHO DE ABREU, *Da Empresarialidade – As Empresas no Direito*, Almedina, Coimbra, 1996, p. 327 e FERNANDO DE GRAVATO MORAIS, *Novo regime de arrendamento Comercial*, Almedina, Coimbra, 2006, pp. 36 e ss.

A aquisição indireta de empresas: Share Deal

não se traduz apenas na celebração voluntária de um contrato de compra e venda, admitindo-se também outras modalidades de venda, que não a voluntária.⁴⁰

Neste sentido, destaca-se a venda executiva, em que o estabelecimento é penhorado e posteriormente vendido, nos termos do artigo 862-A do Código de Processo Civil.⁴¹ A venda de um estabelecimento para liquidação da massa insolvente também configurará um trespasse, a menos que os bens que compõem o estabelecimento sejam vendidos individualmente.⁴² Trata-se também de trespasse a transmissão por morte, troca, doação, doação em cumprimento, bem como outros instrumentos que transmitam o estabelecimento a título definitivo, sendo uma forma de transmissão adaptável a inúmeros modelos negociais.⁴³

Além disso, é importante ressaltar que o trespasse poderá ser total ou parcial. Por norma, determina-se a transmissão do estabelecimento em sua totalidade.⁴⁴ Porém, ao abrigo do princípio da autonomia das partes, permite-se que os elementos que não sejam necessários para a caracterização da empresa como objeto do negócio possam ser excluídos da transmissão.⁴⁵

Desta forma, o beneficiário do negócio jurídico fica investido num gozo “pleno e exclusivo dos direitos de uso, fruição e disposição das coisas que lhe pertencem, dentro dos limites da lei e com observação das restrições por ela impostas”, tendo total direito sobre a empresa que agora está sob o seu domínio.⁴⁶

Por fim, importa salientar que o trespasse não possui um regime legal unitário. Assim, caracteriza-se pela liberdade contratual, podendo se realizar através de qualquer

⁴⁰ FERNANDO DE GRAVATO MORAIS, *Alienação e oneração de estabelecimento comercial*, Almedina, Coimbra, 2005, pp. 79-80.

⁴¹ Conforme dispõe o art. 824.º do Código Civil, “a venda em execução transfere para o adquirente os direitos do executado sobre a coisa vendida”.

⁴² Cfr. FERNANDO DE GRAVATO MORAIS, *Alienação e oneração...*, pp. 80-84.

⁴³ ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, “Estabelecimento comercial e arrendamento”, in *Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Galvão Telles*, Vol. III, Almedina, Coimbra, 2002, p. 418; PAULO OLAVO CUNHA, *Lições de Direito Comercial*, p. 78 e FERNANDO DE GRAVATO MORAIS, *Novo regime de arrendamento Comercial*, pp. 36 e ss..

⁴⁴ Nas palavras de PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, “Não há trespasse de estabelecimentos vazios, porque se assim for não existe estabelecimento”. *Direito Comercial*, Vol. I, Almedina, Coimbra, 2015, p. 271.

⁴⁵ FÁTIMA GOMES, *Manual de Direito Comercial*, Universidade Católica Editora, Lisboa, 2013, p. 175. Também neste sentido, FELIPE CASSIANO DOS SANTOS, *Direito Comercial Português: dos actos de comércio às empresas*, Coimbra Editora, Coimbra, 2007, pp. 306-313; JORGE MANUEL COUTINHO DE ABREU, *Curso de Direito Comercial*, Vol. I, pp. 293 e ss.

⁴⁶ Cfr. art. 1305.º Código Civil.

A aquisição indireta de empresas: Share Deal

contrato – típico ou atípico –, sob a condição de ter efeito transmissivo. O regime aplicável ao trespasse dependerá, portanto, do contrato que estiver em sua origem.⁴⁷

b) Locação

Muitas vezes denominada pelo ordenamento jurídico como “cessão de exploração de estabelecimento comercial”⁴⁸, a locação de estabelecimentos comerciais se verifica através da transmissão temporária e onerosa⁴⁹ do gozo da empresa, isto é, ocorre unicamente a transmissão da fruição de sua exploração, diferentemente do que se verifica no trespasse, em que se transmite a propriedade em sua globalidade à título definitivo.⁵⁰

Desta forma, o locador continua a ser o proprietário da empresa, enquanto o locatário dispõe apenas de direito de gozo, podendo explorar a empresa durante a vigência do contrato.⁵¹ Neste sentido, define o Código Civil que a locação não poderá exceder o período de 30 anos, devendo o locatário restituir a coisa locada findo o prazo.

O contrato de locação é regido pela forma escrita⁵², sob pena de nulidade, conforme resulta do artigo 220.º do Código Civil. Além disso, será regido pelas normas de

⁴⁷ Nas palavras de BARBOSA DE MAGALHÃES, “o trespasse é, pois, um negócio jurídico complexo, constituído por vários negócios jurídicos; tem um regime próprio, mas que não é completamente independente do de cada um, ou de alguns desses negócios, que o compõem”. *Do estabelecimento comercial: estudo de direito privado*, Ática, Lisboa, 1951, pp. 235-236. No mesmo sentido, A. FERRER CORREIA aponta que o trespasse constitui “um conjunto de figuras jurídicas diversas, cada uma com a sua regulamentação própria: compra e venda, permuta, realização de entrada social, adjudicação a um sócio de liquidação de sociedade, doação”. *Sobre a projectada reforma da legislação comercial*, Revista da Ordem dos Advogados, Vol. I, ano 44.º, 1984, pp. 31-32.

⁴⁸ Enquanto o artigo 269.º, al. e) do CIRE se refere à “cessão da exploração de estabelecimentos da empresa”, os artigos 1109.º e 1682.º-A, n.º 1, al. b) do CC e o artigo 246.º, n.º 2, al. c) do CSC tratam por “locação de estabelecimento”.

⁴⁹ Conforme dispõe o art. 1022.º do Código Civil, a locação importa, necessariamente, retribuição. Assim, estão excluídas deste âmbito as transferências gratuitas.

⁵⁰ Cfr. art. 1109.º, n.º 1 do CC.

⁵¹ Relativamente ao contrato de locação, FERNANDO DE GRAVATO MORAIS aponta que “nele estão presentes os elementos essenciais deste tipo negocial, a saber: a obrigação de proporcionar o gozo de uma coisa, de modo temporário e mediante retribuição (art. 1022.º CC). O seu carácter específico reside na singularidade do bem em causa, justamente o estabelecimento comercial. Assim um dos contraentes, o locador, mantendo-se proprietário da organização mercantil, transfere para outrem a sua exploração. O locatário do estabelecimento exerce a actividade, em seu nome e por sua conta e risco, pagando como contrapartida um determinado montante. Expressa-se, deste modo, a sinalagmaticidade deste negócio, bem como o seu carácter continuado (em relação ao locador) e periódico (em relação ao locatário)”. *Alienação e oneração de estabelecimento comercial*, pp. 136-138.

⁵² Cfr. art. 1109.º, n.º 1 e art. 1112.º, n.º 3 do Código Civil.

locação dispostas nos artigos 1022.º a 1063.º do mesmo Código, bem como as demais normas dispersas que regem temas distintos.⁵³

c) Formas Híbridas e Alternativas

Além das modalidades típicas de transmissão direta de empresas, há ainda outras mais complexas, dentre as quais destacamos a compra e venda a retro (art. 927.º e ss. do Código Civil), o contrato de subordinação (art. 493.º do Código das Sociedades Comerciais) e o contrato de gestão de empresa (Decreto-Lei n.º 82/98, de 2 de Abril).

O contrato de compra e venda a retro⁵⁴ garante ao vendedor, durante certo período de tempo, a faculdade de resolver o contrato *ad nutum*⁵⁵, resultando na re aquisição da propriedade da coisa vendida sem que seja necessária a celebração de um novo contrato para que se opere a retransmissão do direito alienado, desde que seja feita a restituição do preço e o reembolso das despesas gastas com a venda, bem como sejam observadas as condições impostas pela lei, quais sejam: prazo e forma.⁵⁶

Relativamente aos efeitos da resolução, esta é equiparável à nulidade e anulabilidade do negócio jurídico⁵⁷. Neste sentido, a restituição ocorrerá na medida em que o adquirente restituir a coisa e o alienante pagar o preço. No entanto, os frutos produzidos pela coisa, ou seja, os lucros do período, bem como os juros pagos pelo adquirente, não serão

⁵³ V.g. Decreto-Lei 149/95, de 24 de Junho, que dispõe em seu artigo 11.º sobre a locação financeira de bens de equipamento, entre outros.

⁵⁴ Para maiores desenvolvimentos, cfr. RAÚL VENTURA, *O contrato de compra e venda no Código Civil. O preço, venda a retro*, Revista da Ordem dos Advogados, 1980, pp. 648 e ss.; INOCÊNCIO GALVÃO TELLES, *Contratos civis (Projecto completo de um título do futuro Código Civil português e exposição de motivos)*, Revista da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, Vols. IX-X, 1959, Lisboa, pp. 134, ss.; PEDRO ROMANO MARTINEZ, *Direito das obrigações (parte especial), contratos. Compra e venda, locação, empreitada*, 2.ª Ed., Almedina, Coimbra, 2003, pp. 82, ss. e LUÍS MENEZES LEITÃO, *Direito das obrigações*, Vol. III – Contratos em especial, 3.ª Ed., Almedina, Coimbra, 2005, pp. 79, ss. Relativamente ao ordenamento jurídico italiano – inspiração desta disciplina no ordenamento português: DOMENICO BARBERO, *Sistema istituzionale del diritto privato italiano, II, obbligazioni e contratti. Successioni per causa di morte*, 5.ª Ed., UTET, Turim, 1958, pp. 305 e ss.; DOMENICO BARBERO / ANTONIO LISERRE / GIORGIO FLORIDA, *Il sistema del diritto privato*, 3.ª Ed., UTET, Turim, 2001, pp. 718, ss.

⁵⁵ O contrato poderá ser resolvido pelo vendedor por negócio jurídico unilateral, dentro das condições impostas pela norma, readquirindo a propriedade da coisa, ou outro direito.

⁵⁶ O prazo estipulado para a resolução do contrato é de dois anos, tratando-se de bens móveis; ou cinco anos, tratando-se de bens imóveis (art. 929.º, n.º 1). Os prazos poderão ser reduzidos mediante acordo entre as partes, porém não poderão ser alargados ou prorrogados, tendo em vista a insegurança jurídica resultante deste contrato. Relativamente à forma, é imposta a notificação judicial ao comprador, devendo ainda ser reduzida a escritura pública quando se tratar de bens imóveis (art. 930.º).

⁵⁷ Cfr. art. 433.º do Código Civil.

A aquisição indireta de empresas: Share Deal

restituídos. Assim, este contrato é uma alternativa viável para quem, frente a uma insuficiência financeira, não deseja recorrer ao crédito, bem como àqueles que ainda não estão completamente certos quanto à alienação do bem.⁵⁸

Já o contrato de subordinação⁵⁹ é aquele através do qual uma sociedade comercial (sociedade-filha ou subordinada) transfere a gestão da sua própria atividade à direção de outra sociedade comercial (sociedade-mãe ou diretora), seja esta sua dominante ou não, durante certo período contratual.⁶⁰ Além do poder de direção que a sociedade dominante exercerá sobre a sociedade subordinada, poderá ainda dar instruções vinculativas à sociedade subordinada, ainda que de caráter desvantajoso.⁶¹

Quanto a este contrato, é importante destacar que o poder de direção exercido pela sociedade diretora limita-se apenas às questões referentes à gestão da sociedade subordinada, não abrangendo sua representação, de modo que os administradores ou gerentes da sociedade diretora não poderão substituir os administradores ou gerentes da sociedade subordinada para representa-la perante terceiros.⁶² Além disso, a sociedade diretora adquirirá não apenas direitos, mas também obrigações e responsabilidades ante a sociedade subordinada, conforme decorre do artigo 494.º do Código das Sociedades Comerciais.⁶³

⁵⁸ Neste sentido, RAÚL VENTURA, *Contrato de Compra e Venda*, ROA, Ano 40, 1983, p. 643; ANA FILIPA MORAIS ANTUNES, “Os novos desafios da venda a retro”, in *Estudos dedicados ao Professor Doutor Luís Alberto Carvalho Fernandes*, Vol. I, Faculdade de Direito da Universidade Católica Portuguesa, Lisboa, 2011, pp. 138-139; PEDRO ROMANO MARTINEZ, *Direito das Obrigações (Parte Especial)*, 2.ª Ed., Almedina, Coimbra, pp. 82 e ss.

⁵⁹ Nas palavras de JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, “trata-se, não de um mero contrato obrigacional ou comutativo, mas de um verdadeiro “contrato de organização” que vem institucionalizar um poder de direção de uma sociedade sobre uma outra sociedade, traduzindo essencialmente a submissão legítima da vontade e dos interesses sociais próprios desta à vontade e interesses sociais daquela.” *Os grupos de sociedades: estrutura e organização jurídica da empresa plurissocietária*, 2ª Ed., Almedina, Coimbra, 2002, pp. 508-509.

⁶⁰ Cfr. art. 493.º e ss. do CSC.

⁶¹ Cfr. art. 503.º do CSC.

⁶² JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, *Os Grupos de Sociedades...*, pp. 647 e 726.

⁶³ Nas palavras de ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, “são destacados o direito de a sociedade diretora, através dos seus administradores, de dar instruções mesmo se forem desvantajosas à administração da sociedade subordinada (art.º 503.º CSC), a qual, por sua vez, o dever da sociedade diretora de compensar as perdas da sociedade subordinada (art.º 502.º), e a responsabilidade pelas dívidas sociais desta (501.º), segue igualmente o dever da sociedade diretora de adquirir as quotas ou ações dos sócios livres da sociedade subordinada (art.º 494.º/1, b) e 500.º), finalmente, o dever de os administradores da sociedade diretora de adotarem relativamente ao grupo, a diligência exigida por lei para a gestão da sua própria sociedade. (art.º 504.º e 64.º).” *Manual de Grupo de Sociedades*, Almedina, Coimbra, 2018, p. 48.

Por fim, o contrato de gestão de empresa⁶⁴ objetivou a criação de sociedades privadas especializadas na revitalização e modernização de empresas, permitindo que as sociedades gestoras – entidades profissionais – intervenham, avaliando e assumindo a responsabilidade de gestão.

2.2 Transmissão Indireta e suas modalidades

Assim como o capitalismo, o sistema económico se desenvolveu e se tornou mais complexo com o passar dos anos, sendo um dos pontos mais marcantes desta transformação a alteração do personagem principal desse sistema, deixando a empresa individual de ser a principal forma organizativa de empresas modernas e passando a empresa coletiva ou societária a ser a forma organizacional mais utilizada.

Esta alteração afetou significativamente a negociação e transmissão de empresas, tendo em vista que a transmissão das empresas individuais só é possível através dos negócios jurídicos tradicionais (trespasse ou locação), pois a empresa constitui elemento integrante do património do empresário individual; enquanto a circulação das empresas coletivas – exploradas por sociedades comerciais – pode ser feita tanto através dos negócios clássicos de transmissão direta de empresa, como por transmissão indireta de empresa, através da aquisição de frações do capital social da sociedade detentora da empresa, de forma a investir o adquirente na titularidade económica e não jurídica (propriedade) da empresa.

Desta forma, a transmissão indireta de empresas se tornou a principal forma de negociação empresarial. Analisemos, a seguir, suas modalidades.

a) Leveraged Buy-Out

Podendo ser traduzido para o português como “compra alavancada”⁶⁵, o *Leveraged Buy-Out* passou a ter relevância nos anos oitenta⁶⁶ e consiste em uma modalidade

⁶⁴ Decreto-Lei n.º 82/98 de 2 de Abril.

⁶⁵ JOSÉ HORTA OSÓRIO refere ainda que o custo da aquisição é transferido para a sociedade adquirida e passa a fazer parte de seu passivo exigível, na medida em que a sociedade adquirida assume a dívida

diferenciada de aquisição de empresas societárias por meio da aquisição maioritária ou total de participações sociais em que, não possuindo o adquirente o capital ou a liquidez necessária para a compra, recorre ao financiamento da aquisição junto a um terceiro, oferecendo como garantia da obrigação os ativos da empresa a ser adquirida.⁶⁷

Nas palavras de José Engrácia Antunes, “fala-se de “*buyout*” porque o capital da empresa societária vai mudar de mãos; e a aquisição diz-se “*leveraged*” porque a empresa societária vai passar a possuir um nível de endividamento maior.”⁶⁸.

Apesar de esta modalidade aquisitiva subdividir-se em variadas formas operacionais, tais como os “*management buyout*” (MBO), os “*employee buyout*” (EBO), e os “*family buyout*” (FBO), é importante referir que todas tem em comum o fato de se tratarem de aquisições financeiramente alavancadas. Em contrapartida, se diferenciam, sobretudo, em relação à natureza dos sujeitos adquirentes, podendo se tratar de aquisição por parte de gestores da própria empresa (MBO), de trabalhadores (EBO) ou, ainda, de membros do mesmo agrupamento familiar (FBO).⁶⁹

b) Reorganizações Societárias

As reorganizações ou reestruturações societárias representam mais uma forma de transmissão empresarial indireta e apresentam uma multiplicidade de modalidades, dentre as quais destacamos as fusões e cisões.⁷⁰

contraída para a sua aquisição. *Da Tomada de Controlo de Sociedades (Takeovers) por Leveradge Buy-Out e a sua Harmonização com o Direito Português*, Almedina, Coimbra, 2001, p. 9. No mesmo sentido, ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual de Corporate Finance*, Almedina, Coimbra, 2ª Ed., 2018, pp. 311-312.

⁶⁶ STEVEN NEIL KAPLAN / PER STROMBERG, *Leveraged Buyouts and Private Equity*, Jun/2008, p. 2. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=1194962>; VICTORIA IVASHINA / ANNA KOVNER *The Private Equity Advantage: Leveraged Buyout Firms and Relationship Banking*, EFA, Athens Meetings Paper, 2008, p. 3. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=1017857>.

⁶⁷ JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, *A empresa como objecto de negócios*, p. 734.

⁶⁸ Idem, nota de rodapé n.º 42, p. 735.

⁶⁹ Para maiores desenvolvimentos, cfr. JOSÉ HORTA OSÓRIO, *Da tomada de controlo de sociedades (takeovers) por leveraged buy-out e sua harmonização com o direito português*, pp. 18 e ss..

⁷⁰ Nas palavras de JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, “as fusões e as cisões constituem operações jurídico-económicas de metamorfose societária através das quais, respetivamente, duas sociedades comerciais se reúnem para dar origem a uma única sociedade (art. 97.º, n.º 4 do CSC) ou, inversamente, o património de uma sociedade é dividido a fim de as parcelas destacadas darem origem a novas sociedades ou serem transmitidas para sociedades já existentes (art. 118.º do CSC)”. *A empresa como objecto de negócios*, p. 737.

A aquisição indireta de empresas: Share Deal

As fusões⁷¹, previstas no art. 97.º e ss. CSC, constituem operações jurídico-económicas de reorganizações societárias que resultam na absorção de uma sociedade por outra, por meio da reunião do património e dos sócios de duas ou mais sociedades⁷², extinguindo-se as empresas fundidas e formando uma nova sociedade, que as sucederá em direitos e obrigações.⁷³ O artigo 97.º, n.º 4, als. a) e b) determina que a fusão pode se dar mediante a transferência da totalidade do património de uma ou mais sociedades para outra ou, ainda, pode se dar mediante a constituição de uma nova sociedade, para a qual será transferida a totalidade dos patrimónios das sociedades fundidas.⁷⁴ Aos acionistas da empresa absorvida são entregues ações da empresa que resulta da fusão, conforme dispõe o art. 112.º do mesmo Código.⁷⁵

Assim, traduz-se, em princípio, em um esforço coletivo para transformar sociedades distintas em uma entidade empresarial de maior proporção, visando o seu crescimento empresarial⁷⁶ ou, ainda, a sua permanência no mercado⁷⁷.

Bem como as fusões, as cisões também constituem operações jurídico-económicas de transformações societárias, porém, neste caso, o património da sociedade é dividido em

⁷¹ SOFIA CARREIRO, "A fusão", in *Aquisição de Empresas*, Coimbra Editora, Coimbra, 2011, p. 128.

⁷² JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, *Os Grupos de Sociedades...*, p. 48.

⁷³ Trata-se a fusão de "uma operação de concentração de empresas, na qual duas ou mais sociedades se unem, resultando dessa união uma nova sociedade que, diante da extinção de todas as sociedades envolvidas, as sucederá em direitos e obrigações". MARCELO MARCO BERTOLDI / MÁRCIA CARLA PEREIRA RIBEIRO, *Curso avançado de direito comercial*, Revista dos Tribunais, São Paulo, 2006, p. 332. "Essa operação, contudo, não dissolve as sociedades, apenas as extinguindo. Não se fará liquidação do património social, pois a sociedade que surge assumirá todas as obrigações ativas e passivas das sociedades fundidas". MARIA BERNADETE MIRANDA, *Curso teórico e prático de direito societário*, Forense, Rio de Janeiro, 2008, p. 138. Desta forma, traduz-se a extinção na perda da individualidade jurídica das sociedades incorporadas ou sociedades fundidas, aproximando-se mais de uma transformação societária do que de sua efetiva extinção.

⁷⁴ FÁBIO CASTRO RUSSO, "Fusão e cisão de sociedades (Portugal)", in *Questões de Direito Societário em Portugal e no Brasil*, Coord. Maria de Fátima Ribeiro e Fábio Ulhoa Coelho, Almedina, Coimbra, 2012, p. 592.

⁷⁵ Segundo o entendimento de JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, a fusão constitui "uma modalidade alternativa ou um equivalente funcional da transmissão empresarial (...) porque (...) o património respetivo, aí incluído a empresa, se transmite universalmente para a titularidade das sociedades incorporantes ou novas sociedades". *A empresa como objecto de negócios*, pp. 737-738.

⁷⁶ Neste sentido, CAMARGOS e BARBOSA ressaltam que "os processos de fusão e aquisição integram a estratégia empresarial, e por meio deles as empresas conseguem expansão rápida, a conquista de novos mercados, maior racionalização produtiva, economia de escala e ativos complementares", possibilitando também a diversificação de negócios e a maximização de valor para os acionistas. *Fusões e Aquisições de Empresas Brasileiras: Criação de Valor e Sinergias*, RAE, São Paulo, Vol. 49, n. 2, Abr/Jun 2009, p. 207.

⁷⁷ A. RAQUIB / P. B. MUSIF / M. B. MOHAMED, *Strategic Issues Relating to Corporate Mergers and Acquisitions for Small and Medium Companies - A Thoughtful Analysis from the Viewpoint of Challenges of Changes*. *Asia Pacific Management Review*, Volume 8(1), 2003, pp. 99-112. Disponível em: <https://pdfs.semanticscholar.org/8d0c/57210fd2a383ff31c672fbff4d06a0eb42c1.pdf>.

parcelas que darão origem a novas sociedades ou serão transmitidas para sociedades já existentes, conforme dispõe o art. 118.º CSC.⁷⁸

Assim, trata-se a cisão de um instrumento jurídico que viabiliza que as empresas organizadas na forma de sociedade adequem sua estrutura e atuação às exigências conjunturais recorrentes, bem como às exigências de desenvolvimento, reestruturação e reorganização societária, realizando-se, assim, uma desconcentração da empresa primitiva por meio de sua divisão em duas ou mais sociedades.⁷⁹

Desta forma, sendo a cisão a transferência de parcela ou totalidade do património de uma empresa para uma ou mais sociedades já existentes ou constituídas para este fim, ela poderá ser total ou parcial. Trata-se de uma cisão parcial quando apenas parte do património da sociedade cindida se destinar à outra(s) sociedade(s), traduzindo-se na redução de seu capital social na proporção do capital transferido. Em contrapartida, trata-se de uma cisão total quando, obviamente, todo o capital da sociedade cindida for dividido entre duas ou mais sociedades, promovendo sua extinção.

Tanto na fusão quanto na cisão é possível verificar uma transmissão indireta de empresa: na fusão o património se transmite para a titularidade da nova sociedade ou sociedade incorporante, conforme disposto no art. 112.º, alínea a) CSC; já na cisão se verifica uma sucessão universal e constitui-se uma unidade económica, conforme resulta do art. 124.º CSC.⁸⁰

c) Liquidação societária, judicial e insolvencial

Por fim, resta-nos analisar as liquidações societárias, judiciais e insolvenciais, modalidades de extrema relevância, tendo em vista a acentuada recessão e mutação

⁷⁸ JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, *A empresa como objecto de negócios*, p. 737.

⁷⁹ JOANA VASCONCELOS, *A Cisão de Sociedades*, Universidade Católica Editora, Lisboa, 2001, pp. 28-29. DIOGO COSTA GONÇALVES, “Artigos 117º-A à 117º-L”, in *Código das Sociedades Comerciais Anotado*, coord. António Menezes Cordeiro, 2ª Ed., 2014, pp. 472 ss.; FÁBIO CASTRO RUSSO, *Fusão e cisão de sociedades (Portugal)*, pp. 607 e ss.

⁸⁰ A fusão e a cisão possuem um regime legal específico caracterizado por concretizarem uma solução unitária, com transmissão patrimonial a título universal. Cfr. JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, *A empresa como objecto de negócios*, p. 739. No mesmo sentido, ALEXANDRE SOVERAL MARTINS, *Transmissão da Empresa Societária: Algumas Notas...*, p. 425.

A aquisição indireta de empresas: Share Deal

económica atual, situação que levou as empresas em crise a se tornarem um interessante mercado de aquisição empresarial.⁸¹

No âmbito societário, o art. 148.º, nº 1 CSC relativo à liquidação por transmissão global permite que, mediante acordo escrito de todos os sócios, a sociedade comercial seja dissolvida e que todo o ativo e passivo sejam transmitidos para um dos sócios, recebendo os demais uma quantia monetária. Neste sentido, Raúl Ventura entende se tratar de uma modalidade transmissiva híbrida, tendo em vista que por um lado há, indubitavelmente, uma transmissão direta, quando se transmite a totalidade do ativo e passivo sociais; e, por outro, pode funcionar, na prática, como uma transmissão indireta – através da venda de participações sociais totalitárias.⁸²

A penhora da empresa (ou do *estabelecimento comercial*) encontra-se no âmbito de mecanismos de natureza judicial, estando prevista no art. 782.º do Código de Processo Civil. Importante refletir sobre os bens que integram o estabelecimento comercial: sendo este uma universalidade, é constituído por todos os bens e direitos inerentes a ele. A transmissão empresarial será alcançada através da venda executiva do estabelecimento comercial, que é realizada posteriormente à penhora. Conforme aponta José Engrácia Antunes, “constituindo a empresa um objeto suscetível de apreensão e execução judicial para satisfação dos direitos do credor exequente do empresário devedor, a penhora investe o primeiro no direito fundamental a ser pago pelo produto da venda da empresa que integra o património do último (...)”⁸³. Assim, confere ao exequente o direito de ser pago com preferência frente a qualquer outro credor que não tenha garantia real anterior, conforme dispõe o art. 822.º do Código Civil. Além disso, uma possível adjudicação garantirá ao adquirente os direitos do executado sobre a coisa vendida.

Por fim, a transmissão de empresas poderá ocorrer, ainda, mediante situações de insolvência. Nestes casos, se houver intenção de adquirir a empresa, se fará necessária

⁸¹ “Muchos han sido los autores que consideran que, pese el escaso recorrido que há tenido la cesión global como auténtica modificación estructural, la misma acabará convirtiéndose en un instrumento frecuente en la transmisión de empresas, especialmente por la simplicidad de su tramitación.”, J. MASSAGUER FUENTES, *La Cesión Global del Activo y Passivo*, Revista de Derecho Mercantil, 1998. Disponível em: <http://noticias.juridicas.com/conocimiento/articulos-doctrinales/4816-la-cesion-global-de-activo-y-pasivo-en-las-sociedades-de-capital/>.

⁸² Cfr. RAÚL VENTURA, *Dissolução e Liquidação de Sociedades*, Almedina, Coimbra, 1987, pp. 273-278.

⁸³ JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, *A empresa como objecto de negócios*, p. 742.

uma intervenção judicial.⁸⁴ Assim, se poderá adquirir a empresa por meio de conversão de créditos em capital⁸⁵, aquisição extrajudicial de participações sociais⁸⁶, saneamento por transmissão⁸⁷ ou, ainda, liquidação do património insolvente⁸⁸.

2.3 Share Deal e Asset Deal sob a perspectiva Anglo-Saxónica

Convém agora fazer um breve parêntese para tratarmos desta matéria sob a perspectiva do Direito Anglo-Saxónico, apontando suas principais particularidades e diferenças junto ao Direito Português.⁸⁹

Sob a perspectiva Anglo-Saxónica, entende-se como *Asset Deal* a venda de alguns ou todos os ativos e direitos de uma empresa a um comprador. Da mesma maneira, as partes acordam também quanto às responsabilidades e obrigações a serem transmitidas ao adquirente e a serem mantidas a cargo do alienante. Tais “ativos” podem variar desde ativos físicos simples que compõe a empresa, como carros, máquinas e imóveis, até ativos mais complexos, como propriedade intelectual, lista de clientes, linhas de produção e patentes.⁹⁰ Além disso, a compra de ativos pode representar a transferência

⁸⁴ RUI SIMÕES, “A aquisição de empresas insolventes”, in *Aquisição de empresas*, Coimbra Editora, Coimbra, 2011, p. 380.

⁸⁵ Possibilidade garantida pela Lei n.º 7/2018, de 2 de março, que estabelece o Regime Jurídico da Conversão de Créditos em Capital. Permite, desta forma, que os credores maioritários adquiram o controlo de uma empresa em dificuldade através da conversão de seus créditos em capital.

⁸⁶ Nas palavras de RUI SIMÕES, “a transmissibilidade destas participações [sociais] poderá permitir a eventuais interessados a aquisição do controlo dessas sociedades, com o objectivo de sanear a situação de insolvência”. *A aquisição de empresas insolventes*, p. 386.

⁸⁷ Os credores insolvenciais têm ainda a possibilidade de optar por um plano de insolvência, quando entenderem ser a empresa passível de recuperação, podendo ser adquirida por credores ou terceiros, através do pagamento de determinado preço. JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, *A empresa como objecto de negócios*, p. 739.

⁸⁸ A liquidação do património insolvente faz-se possível quando a empresa estiver compreendida na massa insolvente, conforme o art. 162.º, n.º 1 do CIRE, o que permitirá a manutenção da capacidade produtiva da mesma, gerando benefícios para os credores. RUI SIMÕES, *A aquisição de empresas insolventes*, p. 393.

⁸⁹ “Generally speaking, there are two types of transactions concerning the sale of companies. In a ‘share deal’, the subject matter of the transaction is the shares in the company, and in an ‘asset deal’ the transaction relates to the assets of the enterprise, for example machines, rolling stock, raw materials, etc. Whereas a share deal may only be perceived as a contract for the sale of goods in those systems which recognize rights as a potential subject matter of sales, in contrast an asset deal (excluding any real property) appears to be a straightforward sale of goods transaction.” INGEBOG SCHWENZER / PASCLA HACHEM / CHRISTOPHER KEE, *Global Sales and Contract Law*, Oxford University Press Inc., New York, 2012, p. 106

⁹⁰ V.g. Para empresas de software, o setor imobiliário pode ser uma preocupação menor, enquanto a propriedade intelectual do código do software será um ponto de maior atenção. Já para uma empresa de petróleo, imóveis e instalações de refio podem representar a maior parte do valor da venda.

A aquisição indireta de empresas: Share Deal

de uma atividade comercial específica, bem como os ativos e funcionários relacionados a ela. Sendo assim, é necessário que o vendedor especifique muito detalhadamente ao comprador todos os ativos e obrigações que pretende alienar, de modo a garantir que nenhum dos principais ativos seja esquecido e, bem assim, não seja transferido para o comprador.

Desta forma, a maior vantagem deste tipo negocial reside no fato de permitir às partes uma significativa flexibilidade e liberdade de escolha quanto aos ativos e obrigações incluídos na transação, possibilitando ao adquirente reduzir o risco de assumir responsabilidades desconhecidas do negócio, o que aconteceria ao adquirir o negócio por inteiro. No mesmo sentido, ao permitir que o adquirente selecione os ativos desejados e descarte os que não o interessam, possibilita também a redução de seus gastos na aquisição. Sendo assim, o comprador assume apenas determinados ativos e responsabilidades do negócio da empresa vendedora e o alienante permanece responsável pelos ativos e responsabilidades que não foram adquiridos.

Já os *Share Deals*, à semelhança do Direito Português, representam a aquisição de participações sociais, isto é, representam a aquisição do negócio em sua totalidade, incluindo seus ativos, responsabilidades e obrigações, não sendo possível delimitar o ramo do negócio a ser adquirido ou controlado pelo comprador. Da mesma forma, adquirem-se também quaisquer obrigações e responsabilidades inerentes ao negócio. Assim, ainda que se adquira apenas 5% de participações sociais, estes 5% recaem sobre todo o negócio. Sendo assim, ao comprar apenas participações sociais ou ações da empresa, todos os ativos subjacentes à empresa passam a estar sob controle do comprador, nas devidas proporções das ações adquiridas.

Do ponto de vista do adquirente, esta pode ser uma desvantagem, uma vez que não lhe é permitido escolher as obrigações e responsabilidades a que está se vinculando, podendo ser responsabilizado por obrigações desconhecidas, não divulgadas ou contingentes, a menos que isto esteja estipulado em sentido contrário no contrato de aquisição. No entanto, pontua-se como benefício dos *Share Deals* a continuidade da identidade corporativa, isto é, a continuidade dos contratos com funcionários, fornecedores e clientes em vigor, que podem estar sujeitos a disposições específicas de “mudanças de

MICHAEL E. S. FRANKEL, *Mergers and Acquisitions Basics: The Key Steps of Acquisitions, Divestitures, and Investments*, John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey, 2005, p. 183.

A aquisição indireta de empresas: Share Deal

controle”, bem como a continuidade da estrutura empresarial.⁹¹ Além disso, as tributações reportam-se apenas às participações sociais e não a cada ativo adquirido (o que ocorre nos *Asset Deals*); no mesmo sentido, o alienante não precisa se preocupar em alienar cada ativo separadamente.

Em contrapartida, nos *Asset Deals* os contratos com fornecedores e clientes não são transferidos automaticamente, fazendo-se necessária a devida atribuição. Já os contratos com funcionários, bem como as responsabilidades preexistentes relacionadas a eles são transferidos por força de Lei, de acordo com os regulamentos do 'TUPE'⁹², o que não ocorre nos *Share Deals*, tendo em vista que a identidade do empregador não se altera.⁹³

Relativamente à complexidade dos negócios, os *Asset Deals* mostram-se mais complexos, tendo em vista que as partes devem escolher e especificar quais ativos serão adquiridos e quais serão mantidos pelo alienante. No mesmo sentido, as partes devem tratar de todas as formalidades inerentes à transmissão de cada ativo a ser alienado, bem como pode ser necessário obter consentimento de uma terceira parte para determinados ativos, podendo ser necessário, por exemplo, o consentimento do proprietário nos casos em que alguma propriedade arrendada esteja a ser transferida ou, ainda, o consentimento de contrapartes em contratos comerciais cujo benefício seja transferido ao comprador, o que pode se mostrar muito oneroso.⁹⁴ Além disso, tratando-se ainda da onerosidade dos *Asset Deals*, não se pode deixar de pontuar que podem ser aplicados impostos sobre cada ativo alienado, bem como pode haver uma dupla tributação caso a empresa venha a ser liquidada posteriormente.⁹⁵

⁹¹ ANDREW J. SHERMAN / MILLEDGE A. HART, *Mergers and Acquisitions from A to Z*, AMACON, New York, 2006, pp. 109 e ss.

⁹² *Transfer of Undertakings Protection of Employees Regulations*, 2006. De acordo com esta regulamentação, os funcionários do alienante são transferidos automaticamente ao adquirente por força de Lei, isto é, o adquirente “herdará” todas as responsabilidades e obrigações relacionadas ao emprego destes funcionários, o que pode não atrair um potencial comprador. Diferentemente, isto não se aplica aos *Share Deals*, tendo em vista que a identidade do empregador não é alterada.

⁹³ JENS KIRCHNER / SASCHA MORGENROTH / TIM MARSHALL, *Transfer of Business and Acquired Employee Rights: A Practical Guide for Europe and Across the Globe*, Springer, Berlin, 2016, p. 661.

⁹⁴ “Ownership is often not a black-and-white issue. In many cases, multiple parties can have a claim to an asset. The Seller may have legal title to the asset, but it may still be encumbered by others who also have a claim to it. (...) On rare occasions, there can also be other legal limitations on an asset that affect its value. Even if the Seller has full and clear title to the asset, it can have contracted, or have had imposed, limits on its fair use. Real estate is a good example. (...) Even where a Seller owns an asset free of any encumbrances or limits on use, the Buyer needs to assess the quality of the underlying asset. In many cases, this is not a legal exercise, but sometimes legal documentation can give the Buyer a clue as to the state of an asset.”. MICHAEL E. S. FRANKEL, *Mergers and Acquisitions Basics*, p. 184.

⁹⁵ ANDREW J. SHERMAN / MILLEDGE A. HART, *Mergers and Acquisitions from A to Z*, pp. 111-112.

A aquisição indireta de empresas: Share Deal

Sendo assim, resta claro que a visão Anglo-Saxónica acerca do tema é bastante distinta da visão e aplicação utilizada no Direito Português. Ao passo que em Portugal os *Asset Deals* representam a aquisição total da empresa, por meio das modalidades já apresentadas e estudadas, no direito Anglo-Saxónico utiliza-se esta nomenclatura para a compra de ativos que compõe a empresa. Já quanto aos *Share Deals*, encontramos uma maior similaridade, tendo em vista que aqui também os compreendemos como a aquisição de participações sociais ou ações, estando o adquirente responsável e obrigado na proporção das participações sociais adquiridas.

3. A venda de empresa através da venda de participações sociais

O contrato de compra e venda de participações sociais é regulado pelo Código Comercial⁹⁶ e traduz-se na transmissão de frações do capital social de uma empresa.⁹⁷ Conforme já se frisou, a aquisição de participações sociais configura uma aquisição de direitos, seja ela maioritária ou minoritária. Entretanto, cumpre já ressaltar que ainda que a aquisição minoritária de participações sociais constitua uma modalidade de aquisição indireta de empresas, a *mera* aquisição de participações sociais não envolve o adquirente em uma posição de domínio na sociedade.

Desta forma, destacamos a aquisição de participações sociais de controlo, sendo este o mais utilizado instrumento de transmissão empresarial indireta, atribuindo a seu titular poder jurídico de controlo sobre o capital social e governo da sociedade comercial detentora da empresa em causa, bem como um complexo de direitos e obrigações inerentes aos sócios.⁹⁸

Esta modalidade de transmissão indireta de empresas tem sua importância reconhecida e é muito analisada na doutrina e na jurisprudência, tanto a nível nacional⁹⁹ como internacional¹⁰⁰. No mesmo sentido, a questão da “relevância das transmissões de participações societárias de controlo como forma de transmissão indireta de empresa”¹⁰¹

⁹⁶ Cfr. art. 463.º e ss. Código Comercial.

⁹⁷ É denominada “parte social” a participação social de sociedades em nome coletivo; “quota” nas sociedades por quotas e “ação” nas sociedades anónimas e sociedade em comandita por ações. JORGE MANUEL COUTINHO DE ABREU, *Da empresarialidade*, p. 342.

⁹⁸ Neste sentido, PAULO OLAVO CUNHA aponta que as participações sociais caracterizam “a situação jurídica que define a posição do sócio, isto é, a situação jurídica que traduz o nexa ou a ligação entre uma determinada pessoa e uma certa sociedade comercial”, sendo objeto de direitos e obrigações. *Direito das Sociedades Comerciais*, Almedina, Coimbra, 6ª Ed., 2016, pp. 399-400.

⁹⁹ Cfr. JORGE MANUEL COUTINHO DE ABREU, *Da Empresarialidade*, pp. 342 e ss.; ALEXANDRE SOVERAL MARTINS, “Transmissão da empresa societária: algumas notas”, in *Homenagem aos Professores Doutores A. Ferrer Correia, Orlando de Carvalho e Vasco Lobo Xavier, nos 20 anos do código de sociedades comerciais*, Vol. I, Coimbra Editora, Coimbra, 2007, pp. 415-438; ANTÓNIO PINTO MONTEIRO/PAULO MOTA PINTO, *Compra e Venda de Empresa*, Revista de Legislação e de Jurisprudência, 2007, pp. 76-102.

¹⁰⁰ Cfr. AAVV, *Acquisition of Shares in a Foreign Country: Substantive Law and Legal Opinions*, Graham & Trotman, London, 1993; L. HERNANDO CEBRIÁ, *El Contrato de Compraventa de Empresa – Extensión de su Régimen Jurídico a las Cesiones de Control y Modificaciones Estructurales de Sociedades*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2005; LUCA PICONE, *I Contratti di Acquisto di Partecipazione Azionarie*, Il Sole 24 Ore, Milano, 1995.

¹⁰¹ JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, *A empresa como objecto de negócios*, p. 725.

é muito expressiva e não deixou de ser debatida desde o início da jurisprudência do Tribunal de *Reich*, no direito alemão.¹⁰²

Conforme já apontado, a *mera* aquisição de quotas ou ações minoritárias do capital social não permite que o adquirente imponha, sozinho, sua vontade no âmbito dos órgãos sociais e, principalmente, na gestão da empresa. Em sentido contrário, a aquisição de totalidade das participações sociais ou, ainda, a aquisição de participações maioritárias de uma empresa, confere ao adquirente uma posição jurídica de controlo sobre a empresa, similarmente ao que ocorre no trespassse, em que o trespassário sucede na posição jurídica de propriedade do trespassante. Nas palavras de José Engrácia Antunes, “é a empresa, e não os títulos abstratamente considerados, que configura a verdadeira e última causa negocial dos contratos de aquisição de participações de controlo”¹⁰³.

Porém, ainda que haja a aquisição de participações sociais totalitárias ou de controlo visando garantir ao adquirente um poder de domínio absoluto da sociedade comercial, a interposição da figura da personalidade jurídica societária não permite que o sócio controlador, ainda que único, seja o proprietário da empresa social – pertencente à sociedade comercial.

Assim, transfere-se ao adquirente um título representativo de um conjunto de direitos e deveres derivados da posição societária outorgada pelas participações sociais, não havendo, porém, a efetiva transmissão do património da sociedade.¹⁰⁴ A sociedade comercial titular da empresa permanece a ser sua dona e senhora exclusiva, não havendo alterações na titularidade jurídica da empresa. Desta forma, resta claro que a propriedade não se transmite por meio da transmissão de participações sociais.¹⁰⁵

¹⁰² CATARINA MONTEIRO PIRES, *Aquisições de Empresas e de Participações Acionistas: problemas e litígios*, Almedina, Coimbra, 2018, p. 86.

¹⁰³ JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, *A empresa como objecto de negócios*, p. 728.

¹⁰⁴ ANTÓNIO PINTO MONTEIRO / PAULO MOTA PINTO, *A venda de participações sociais como venda de empresa*, p. 80.

¹⁰⁵ Segundo o entendimento de JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, a propriedade corporativa dos sócios de empresas societárias não se confunde com a propriedade real dos titulares de empresas individuais. Neste sentido, o empresário individual é titular do direito de propriedade da empresa e possui pleno direito sobre a mesma, sendo soberano para gerir, transformar, onerar, negociar ou liquidar a empresa, em nome e por conta próprios (“*ius utendi, fruendi et abutendi*”). Por outro lado, no caso das empresas societárias, os sócios não detêm direitos reais de disposição, uso ou fruição sobre os bens sociais, tendo em vista que a própria sociedade comercial é titular da propriedade da empresa, ou seja, o poder jurídico de disposição do sócio controlador, ainda que único, estará sempre condicionado às regras

Assim, o principal objeto de discussão relativo a este instrumento traduz-se em saber se a aquisição de participações sociais representativas de uma sociedade comercial pode ser equiparada à transmissão direta da empresa por aquela detida, ou seja, saber se a venda de participações sociais equivale ou pode equivaler à transmissão da empresa.¹⁰⁶

Quanto a esta questão, afirma-se, desde logo, ser possível. Porém, é importante ressaltar que esta equiparação não é absoluta. Assim, resta perguntar-nos *sob quais circunstâncias* esta equiparação faz-se possível.

Desta forma, para que a equiparação possa, de fato, ocorrer, alguns critérios devem ser analisados perante o caso concreto em questão. Assim, vejamos.

3.1 Equiparação da compra e venda de participações à compra e venda de empresa: justificação e limites

Conforme anteriormente já se frisou, a equiparação das transmissões de participações sociais à compra e venda da empresa é possível, porém não é absoluta. Desta forma, devido à intensa divergência inerente a esta questão, o melhor caminho a seguir é o da via intermédia, proposto por José Engrácia Antunes¹⁰⁷, o qual remete a uma análise do caso concreto e à consideração de três critérios cumulativos: a morfologia do poder de controlo societário; a vontade das partes contratantes; e o fundamento das normas legais aplicáveis.

Assim, o primeiro critério a ser analisado trata-se da morfologia do poder de controlo societário. Relativamente a este critério, a doutrina dominante entende que para que se caracterize a transmissão indireta da empresa, é necessário que a transmissão de participações sociais atribua ao adquirente uma posição jurídica de controlo sobre a empresa, que é obtida por meio da aquisição total¹⁰⁸ ou, ao menos, maioritária¹⁰⁹ das

legais estatutárias que regem o funcionamento da empresa, como intangibilidade do capital social, interesse social, proibição de património social e pessoal, etc. *A empresa como objecto de negócios*, p. 727.

¹⁰⁶ CATARINA MONTEIRO PIRES, *Aquisições de Empresas e de Participações Acionistas*, p. 85.

¹⁰⁷ JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, *A empresa como objecto de negócios*, pp. 679-734.

¹⁰⁸ Nas aquisições de totalidade do capital social de uma empresa, é quase inevitável que o adquirente, assumindo a posição de sócio único, passe a controlar exclusivamente o exercício das competências legais e estatutárias dos órgãos sociais.

A aquisição indireta de empresas: Share Deal

participações sociais. Ou seja, deve-se verificar se a aquisição societária, no caso concreto, de fato investe o adquirente na titularidade do controlo da sociedade. Evidentemente, em sentido contrário, a *mera* aquisição minoritária de participações sociais (que também constitui modalidade de *Share Deal*) não poderá ser equiparada à transmissão direta de empresa, já que não atribui tais poderes ao adquirente na estrutura organizativa empresarial.¹¹⁰

Sendo assim, muito se discute quanto a percentagem de aquisição necessária para que o adquirente esteja inserido em uma posição jurídica de controlo sobre a empresa. Há posições mais flexíveis, segundo as quais se considera exigível a aquisição de uma maioria qualificada de controlo, que permita a alteração de estatutos.

Bem como na doutrina internacional, a doutrina portuguesa encontra divergências quanto ao entendimento da possibilidade de equiparação da venda de participações sociais à venda da empresa. Assim, J. Coutinho de Abreu¹¹¹ entende ser possível a equiparação quando houver a aquisição da maioria absoluta dos votos, de forma a garantir ao adquirente o poder de gestão empresarial. Por outro lado, Calvão da Silva¹¹² não fixa uma percentagem mínima de aquisição de participações sociais, mas pondera que a compra da empresa ocorre quando a aquisição de tais participações conferir ao adquirente uma posição equivalente ao de titular da empresa.¹¹³

Além disso, A. Ferrer Correia admite a venda da empresa nas situações da transmissão da totalidade das participações sociais ou de venda da quase totalidade, restando apenas uma parte não significativa.¹¹⁴ No mesmo sentido, António Pinto Monteiro e Paulo

¹⁰⁹ Já nos casos de aquisição da maioria absoluta do capital, o adquirente, na qualidade de sócio maioritário, dispõe da possibilidade de impor o cunho de sua vontade no âmbito dos órgãos deliberativos e dos órgãos administrativos responsáveis pelo governo e gestão da empresa social. JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, *A empresa como objecto de negócios*, p. 730.

¹¹⁰ Conforme apontam F. KONDER COMPARATO e CALISTO SALOMÃO, “a cessão de 51% das ações votantes de uma companhia difere da cessão de 49% dessas ações, não apenas por razões de ordem quantitativa, mas sobretudo pela diversidade qualitativa dos objetos. Essa diferença de 2% não é apenas numérica, pois importa a alienação de outro bem económico, diverso dos títulos acionários”. *O Poder de Controle na Sociedade Anónima*, 4.ª Ed., Forense, Rio de Janeiro, 2005, pp. 268 e ss.

¹¹¹ J. COUTINHO DE ABREU, *Da empresarialidade*, pp. 351-352.

¹¹² CALVÃO DA SILVA, “A empresa como objecto de tráfego jurídico”, in *Estudos de direito comercial, Pareceres*, Almedina, Coimbra, 1999, p. 197.

¹¹³ Neste sentido, quanto ao requisito da morfologia do poder de controlo societário, conclui-se que para que a transmissão da empresa ocorra por meio da aquisição de participações sociais, o adquirente deve estar investido em uma posição de controlo. Porém, importante ressaltar que este requisito deve estar cumulado com os demais, a serem analisados a seguir.

¹¹⁴ A. FERRER CORREIA/ALMENO DE SÁ, “Parecer”, in *A privatização da Sociedade Financeira Portuguesa*, Lex, Lisboa, 1995, p. 271.

A aquisição indireta de empresas: Share Deal

Mota Pinto entendem que a venda da empresa por meio da transmissão de participações sociais ocorre “quando se adquire, não apenas uma posição maioritária, mas antes a totalidade, ou a quase totalidade, das participações sociais, e as partes pretendam atribuir ao comprador a titularidade da empresa.”¹¹⁵

José Engrácia Antunes¹¹⁶ destaca que “ao negociar um lote totalitário ou maioritário de acções ou quotas de empresas organizadas societariamente (...) o que as partes contratantes pretendem é investir o comprador na posição jussocietária de controlo sobre a empresa social de que era titular o vendedor, um pouco à semelhança do que se passa com as partes de um contrato de trespasse em que o trespasário sucede na posição jusreal de propriedade sobre a empresa do trespasante”.

Porém, ainda no entendimento destes autores, o critério quantitativo não deve ser o único atendível, tendo em vista a “impossibilidade de encontrar um limite numérico perfeitamente seguro” para determinar a possibilidade – ou não – de equiparar a venda de participações sociais à venda da empresa.¹¹⁷ Desta forma, há que recorrer à interpretação do contrato para averiguar se as partes quiseram, de fato, transferir o próprio domínio e controlo sobre o estabelecimento.¹¹⁸

Assim, o segundo critério necessário para que a transmissão indireta de empresas possa ser equiparada à transmissão direta refere-se à vontade das partes, segundo a qual, à luz das regras gerais de interpretação contratual, se possa concluir ter sido, de fato, intenção das partes transferir a empresa. Isto é, é indispensável que o objetivo último das partes envolvidas no contrato seja claro e inequívoco, não restando dúvidas que a causa negocial do contrato de compra e venda de ações ou quotas é a transferência empresarial, o que poderá ocorrer através de cláusulas contratuais que concebam

¹¹⁵ ANTÓNIO PINTO MONTEIRO / PAULO MOTA PINTO, *A venda de participações sociais como venda de empresa...*, p. 81.

¹¹⁶ JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, *A empresa como objecto de negócios*, p. 728.

¹¹⁷ Conforme apontam ANTÓNIO PINTO MONTEIRO e PAULO MOTA PINTO, a fixação de uma percentagem não se mostra eficaz, podendo até mesmo ser considerada injusta, tendo em vista que “a importância do capital social detido varia muito com as circunstâncias de cada sociedade e, designadamente, com os acordos parassociais, com a maior ou menor dispersão do restante capital, com a organização e iniciativa dos restantes acionistas”. *A Venda de Participações Sociais como Venda de Empresa...*, p. 702.

¹¹⁸ *Idem*, p. 86.

manifestamente a empresa como ponto de referência da relação contratual, quando tal facto não seja possível deduzir por outros meios.¹¹⁹

Desta forma, entende-se ser vontade das partes a transmissão da empresa quando nas negociações, bem como nos acordos preliminares e na previsão de cláusulas, se possa concluir de forma inequívoca que o objeto do negócio é a empresa, como decorre quando se estipulam *clausulas de garantia* a favor do comprador, por exemplo. Da mesma forma, pode-se verificar tal vontade por meio do texto do contrato, quando o valor segundo o qual o negócio se concretizou for determinado segundo o valor da empresa societária, e não segundo o valor de mercado das participações sociais.¹²⁰ Em sentido contrário, porém, não se poderá falar em transmissão de empresa quando do contrato de aquisição de participações sociais seja possível concluir a intenção das partes em negociar exclusivamente as participações sociais, tratando-se, neste caso, de uma “compra em capa”.¹²¹

Neste sentido, o STJ decidiu que “para indagar se com a compra e venda de acções se pretendeu, apenas, a transmissão das participações sociais (compra de direitos) ou, também, da empresa (compra de uma coisa), terá de recorrer-se, entre outros, aos seguintes elementos: interpretação do clausulado contratual, percentagem de participações alienadas, análise do processo que conduziu à formação do contrato e modo de fixação do preço das participações sociais”.¹²²

Visando auxiliar a interpretação da vontade das partes, Menezes Cordeiro distingue a compra de participações sociais em *compra económica*, em que a aquisição decorre do interesse do adquirente sobre a empresa subjacente à sociedade; e *compra financeira*, que objetiva tão-somente efetuar operações mobiliárias com as participações sociais

¹¹⁹ Neste sentido, ANTÓNIO PINTO MONTEIRO / PAULO MOTA PINTO, *A Venda de Participações Sociais como Venda de Empresa...*, pp. 703-704; CALVÃO DA SILVA, *A empresa como objecto de tráfego jurídico...*, pp. 139-140; PATRÍCIA AFONSO FONSECA, “A negociação de participações sociais de controlo. A jurisprudência”, in *I Congresso Direito das Sociedades em Revista*, Almedina, Coimbra, 2011, p. 34, nota 13; CLEMENTE GALVÃO, *Conteúdo e incumprimento do contrato de compra e venda de participações sociais*, Revista da Ordem dos Advogados, Ano 70, I/IV, Lisboa, 2010, p. 2.

¹²⁰ Em decorrência da posição de controlo atribuída por meio da aquisição de participações sociais maioritárias, estas assumem um preço significativamente superior se comparado ao que resultaria da soma dos preços de lotes minoritários das mesmas participações.

¹²¹ JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, *A empresa como objecto de negócios*, p. 733.

¹²² Acórdão do STJ de 26 de Novembro de 2014, Relator Tavares de Paiva.

adquiridas, tal como ocorre nas compras de ações em bolsa, ou seja, um investimento financeiro.¹²³

Assim, conforme aponta Isabel Peixoto Pereira¹²⁴, “a aquisição de participações sociais deve ser equiparada (...) à aquisição da empresa quando ela possibilita ao comprador alcançar uma posição de domínio na empresa, mesmo não tendo adquirido a totalidade das participações e quando a vontade negocial dos contraentes é dirigida realmente à alienação da empresa, surgindo a venda das quotas ou ações apenas como o meio ou instrumento para atingir essa finalidade.”

Nas palavras de Patrícia Afonso Fonseca¹²⁵, “o critério principal para determinar a equiparação da venda de participações sociais à venda da empresa é, sem dúvida, a vontade negocial das partes”.

No mesmo sentido, A. Ferrer Correia¹²⁶ chama atenção para o carácter decisivo da vontade negocial¹²⁷, conjuntamente com o critério da posição de domínio sobre a empresa. Desta forma, o Autor aponta que “decisivo há de ser sempre o critério da interpretação do contrato, procurando-se descobrir a exata vontade negocial dos intervenientes”. Além disso, reconhece a venda de uma empresa por meio da venda da totalidade de quase a totalidade das participações sociais.

Por fim, há ainda que considerar o fundamento e conteúdo das normas legais aplicandas.¹²⁸ Neste ponto, o que se pretende é verificar se a compra e venda de participações sociais apresenta efeitos práticos semelhantes aos produzidos pelo *trespasse*.

A doutrina maioritária¹²⁹ reconhece a equiparação dos institutos¹³⁰, ainda que não haja alterações quanto à pessoa jurídica proprietária da empresa transacionada.¹³¹ Desta

¹²³ ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, “Vícios ocultos nos bens privatizados: Subsídios para a análise da privatização da Sociedade Financeira Portuguesa – Banco de Investimentos, S.A. e suas consequências”, Parecer, in *A privatização da Sociedade Financeira Portuguesa*, Lex, Lisboa, 1995, p.93.

¹²⁴ ISABEL PEIXOTO PEREIRA, *Venda de participações sociais, negociação do estabelecimento e desconsideração da personalidade colectiva, a despropósito de dois acórdãos*, Julgar, n.º 8, Maio-Agosto, Lisboa, 2009, p. 74.

¹²⁵ PATRÍCIA AFONSO FONSECA, *A negociação de participações sociais de controlo*, p. 34, nota 13.

¹²⁶ A. FERRER CORREIA/ALMENO DE SÁ, *A privatização da Sociedade Financeira Portuguesa*, p. 271.

¹²⁷ A jurisprudência segue o mesmo entendimento quanto à vontade negocial ser decisiva. Cfr. Acórdão do STJ de 26 de Junho de 2007, Proc. n.º 07ª1274.

¹²⁸ JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, *A empresa como objecto de negócios*, p. 733.

¹²⁹ “Com efeito, apenas as participações sociais são objecto de transmissão; a titularidade da empresa propriamente dita mantém-se inalterada, pois continuará a pertencer à sociedade-alvo, muito embora

forma, sendo as participações sociais o objeto de transmissão, a titularidade da empresa permanece inalterada, pertencendo à sociedade-alvo. A titularidade económica, porém, passa a pertencer ao adquirente.¹³²

3.2 Formação do contrato, direitos e obrigações das partes

Para melhor entendimento acerca da formação do contrato, é imprescindível iniciarmos sua análise fazendo referência a dois princípios fundamentais à negociação: a autonomia privada¹³³ e a boa-fé contratual¹³⁴. Ora, como estes dois princípios coexistirão? Certo é que as partes dispõem de liberdade contratual¹³⁵ para negociar. Porém, a boa-fé impõe limites¹³⁶ à autonomia privada, sendo um princípio norteador da conduta das partes¹³⁷,

pertença agora «economicamente» ao comprador. Em abono da verdade, porém, importara referir que a doutrina portuguesa que mais recentemente se debruçou sobre este problema admite, com maiores ou menores nuances, a equiparação da venda de participações sociais de controlo à venda da empresa, e, deste modo, a eventual aplicação dos mencionados regimes.”. FÁBIO CASTRO RUSSO, *Due Diligence e Responsabilidade*, Direito das Sociedades em Revista, Coimbra, 2011, p. 23. No mesmo sentido, F. GRAVATO MORAIS, ORLANDO DE CARVALHO, J. ENGRÁCIA ANTUNES, A. PINTO MONTEIRO e FERRER CORREIA.

¹³⁰ O direito alemão entende ser permitida a equiparação da transmissão de participações sociais à transmissão de empresa, sendo justificável fazer uma aplicação analógica das normas legais. Relativamente aos regimes jurídicos alemão e espanhol, cfr. MIGUEL GIMENO RIBES, *La Protección del comprador en la adquisición de empresa*, pp. 213 e ss..

¹³¹ FERNANDO DE GRAVATO MORAIS, *Alienação e Oneração de Estabelecimento Comercial...*, pp. 122-123.

¹³² FÁBIO CASTRO RUSSO, *Due Diligence e Responsabilidade*, p. 23.

¹³³ RUI DE ALARCÃO entende ser a autonomia privada “um dos veículos do livre desenvolvimento da personalidade humana”. *Direito das Obrigações*, Policop., Coimbra, 1983, p. 76.

¹³⁴ Nas palavras de CARLOS ALBERTO DA MOTA PINTO, a boa-fé “exprime a preocupação da ordem jurídica pelos valores ético-jurídicos da comunidade, pelas particularidades da situação concreta a regular e por uma juridicidade social e materialmente fundada. A consagração da boa-fé corresponde, pois, à superação de uma perspectiva positivista do direito, pela abertura a princípios e valores extra-legais e pela dimensão concreto-social e material do jurídico que perfilha”. *Teoria geral do Direito Civil*, Coimbra Editora, Coimbra, 2012, pp. 124 e ss.

¹³⁵ “A liberdade contratual, enquanto liberdade de celebrar, de escolher o outro contratante e de fixar o conteúdo, a forma e o modo de extinção do ajuste, perfaz a expressão da autonomia privada no âmbito dos contratos. Ou seja, a liberdade contratual configura um instrumento técnico-operativo de um outro princípio mais amplo, a autonomia privada.” CLÁUDIO BELMONTE, *Proteção Contratual do Consumidor. Conservação e redução do negócio jurídico no Brasil e em Portugal*, Revista dos Tribunais, São Paulo, 2002, p. 65.

¹³⁶ Importante salientar que a boa-fé objetiva não impõe apenas limites negativos à autonomia privada das partes: possui também um conteúdo positivo na medida em que impõe às partes uma atuação honesta durante todo o processo de negociação e execução do contrato.

¹³⁷ CLÁUDIO BELMONTE, *Proteção Contratual do Consumidor...*, p. 75.

A aquisição indireta de empresas: Share Deal

um padrão objetivo de comportamento¹³⁸ e, por conseguinte, um conjunto de regras de conduta¹³⁹, que objetiva uma atuação correta, honesta e leal das partes, de forma a dificultar possíveis conflitos e proteger a parte economicamente mais débil.¹⁴⁰

Este princípio está previsto no artigo 227.º do Código Civil, segundo o qual as partes inseridas em uma negociação devem, “tanto nos preliminares como na formação dele, proceder segundo as regras da boa-fé, sob pena de responder pelos danos que culposamente causar à outra parte”.¹⁴¹

Neste sentido, sendo o processo de transmissão de empresa objeto de uma regulamentação contratual muito detalhada e complexa, os negócios transmissivos empresariais são precedidos de um período de preparação, discussão e negociação entre as partes contratantes.¹⁴² Nesta fase, chamada pré-contratual, ocorrem as celebrações de acordos preliminares¹⁴³, também conhecidos como “cartas de intenção”, que possuem conteúdo variável, tendo as partes liberdade para manifestar sua vontade e estipular aspetos relevantes tais como a boa-fé, termos e condições, determinar o objeto da negociação e a realização de auditorias, entre outros.¹⁴⁴

¹³⁸ RUI DE ALARCÃO, *Direito das Obrigações*, p. 108 e SÍLVIO LUÍS FERREIRA DA ROCHA / EVERALDO AUGUSTO CAMBLER, *Curso avançado de direito civil*, Vol. III, Revista dos Tribunais, São Paulo, 2002, p. 41.

¹³⁹ MÁRIO JÚLIO ALMEIDA COSTA, *Direito das Obrigações*, 8.ª Ed., Almedina, Coimbra, 2000, p. 270.

¹⁴⁰ FREDERICO AFONSO CAVALEIRO PRATA, *Responsabilidade Pré-contratual por Ruptura Ilegítima das Negociações* - Dissertação de Mestrado na Área de Especialização em Ciências Jurídico-Civilísticas com Menção em Direito Civil, apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, Coimbra, 2014, p. 34.

¹⁴¹ Nas palavras de DÁRIO MOURA VICENTE, “há, por força deste preceito, uma relação obrigacional nascida nos preliminares do contrato e integrada por deveres de conduta fundados na boa-fé, cuja violação faz incorrer o infrator na obrigação de indemnizar os danos desse modo causados a outrem”. *A culpa na formação dos contratos em Angola e Portugal*, Conferência proferida em 11 de Setembro de 2010 na Universidade Eduardo dos Santos, Huambo, Angola, p. 2.

¹⁴² Conforme refere o art. 232.º do Código Civil, o contrato apenas se concluirá quando as partes houverem chegado a um acordo sobre todas as cláusulas que julgarem necessárias. Neste sentido, MARIANA FONTES DA COSTA entende que “chegar a um consenso implica, em regra, delimitar interesses, expor vontades, fixar exigências e fazer concessões”. *Ruptura das negociações pré-contratuais e cartas de intenção*, Coimbra Editora, Coimbra, Abril/2011, p. 20.

¹⁴³ Para maiores desenvolvimentos, cfr. EDUARDO SANTOS JUNIOR, *Acordos intermédios: entre o início e o termo das negociações para a celebração de um contrato*, Revista da Ordem dos Advogados, Ano 57, II, Lisboa, 1997, p. 565 e ss..

¹⁴⁴ “Nesta fase pré-contratual é ainda usual celebrar cláusulas de confidencialidade, cujo incumprimento é frequentemente objecto de cláusula penal, bem como cláusulas de exclusividade, que imponham ao potencial alienante o dever de não negociar a empresa com mais nenhum potencial adquirente, ou cláusulas de *cost coverage*, nos termos das quais, caso a empresa venha a ser alienada a outrem, o alienante terá de ressarcir ao interessado preterido das despesas correspondentes aos custos de transacção por este incorridos durante as negociações”. PAULO CÂMARA / MIGUEL BRITO BASTOS, *O Direito da aquisição de empresas: uma introdução*, pp. 20-21.

A aquisição indireta de empresas: Share Deal

Importante ressaltar, porém, que os acordos preliminares não vinculam as partes à celebração do contrato definitivo de transmissão de empresa, sendo utilizados apenas como um meio de negociação para determinar as boas práticas e fortalecer a confiança entre as partes em tal negócio jurídico. Além dos acordos preliminares, as partes podem ainda celebrar “acordos de base”¹⁴⁵, podendo estes vincula-las à celebração do contrato.¹⁴⁶

Ainda na fase pré-contratual, é de se destacar a realização de auditorias (*Due Diligence*), visando acentuar a assimetria informativa encontrada nos processos de transmissão de empresa, tendo em vista que o vendedor possui total conhecimento sobre o objeto negocial e seu valor, enquanto o comprador não possui grandes informações sobre a empresa, além das disponibilizadas por aquele.¹⁴⁷ Devido a sua relevância, analisaremos a *Due Diligence* mais a frente.¹⁴⁸

Passa-se então à fase obrigacional, em que se celebra um acordo negocial de transmissão, o qual determina as obrigações do alienante e do adquirente, bem como dá especial atenção às cláusulas de garantia (“*representations and warranties*”), que também serão abordadas adiante.

Por fim, relativamente à fase executória, realiza-se a celebração de um acordo de execução, chamado “*Closing Document*”. Neste momento, transfere-se o valor correspondente à venda e aos documentos que titulam a propriedade dos elementos que compõem a empresa adquirida.¹⁴⁹ Ainda nesta fase pode ser necessária a realização de outras formalidades, tais como a obtenção de licenças e autorizações; realização de novas auditorias; comunicação a entidades reguladoras e de supervisão. Além disso,

¹⁴⁵ Os “acordos de base” têm como finalidade selar o consenso já alcançado a determinados aspetos contratuais, bem como pode vincular as partes a prosseguirem com as negociações relativamente aos outros pontos em aberto. Assim, o regime aplicável é o do art. 798.º do Código Civil, em que “o devedor que falta culposamente ao cumprimento da obrigação torna-se responsável pelo prejuízo que causa ao credor”.

¹⁴⁶ Segundo o entendimento de CARLOS ALBERTO MOTA PINTO, a fase pré-contratual é caracterizada por uma ampla variedade de acordos que têm “uma finalidade preparatória do negócio definitivo”. *A responsabilidade pré-negocial pela não conclusão dos Contratos*, Boletim da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, Suplemento XIV, Coimbra, 1996, p. 167.

¹⁴⁷ Nas palavras de JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, “ao passo que o “vendedor” da empresa (...) é um verdadeiro “*insider*”, conhecendo como ninguém o verdadeiro estado e valor do objeto negocial, o “comprador” não possuirá a mais das vezes outra informação sobre a empresa que pretende adquirir senão aquela que circula no mercado ou obteve do próprio vendedor”. *A empresa como objecto de negócios*, p. 753.

¹⁴⁸ CATARINA MONTEIRO PIRES, *Aquisição de empresas e de participações acionistas...*, p. 26.

¹⁴⁹ V.g., escrituras públicas, registos, licenças, entre outros.

muito comum é o recurso à utilização de instituições independentes, onde se deposita parte do pagamento com vistas a garantir o correto e integral cumprimento das obrigações do alienante (“*escrow agent*”).¹⁵⁰

a) *Due Diligence* e o acesso à informação

Conforme visto, durante o período pré-contratual, além dos acordos preliminares, é frequente e essencial a realização de auditorias, mais conhecidas como “*Due Diligence*”.¹⁵¹ O termo “*due diligence*”¹⁵² se refere ao procedimento por meio do qual um investidor obtém mais informações sobre uma organização antes de efetivamente decidir realizar um investimento. A “*due diligence*” pode ainda ser definida como o processo no qual se compartilham – de maneira confidencial – informações legais, financeiras ou de outra espécie entre as partes inseridas em uma transação comercial, previamente à efetiva transação.¹⁵³ Sendo assim, trata-se de uma análise e valoração de riscos, em que se investiga uma empresa com o objetivo de se adquirir informações claras e detalhadas, que auxiliem a tomada de decisão do adquirente ou investidor.

Seguindo a mesma perspectiva, pode ser entendida como o processo analítico e de investigação subsequente a uma oferta e precedente a um investimento, com o objetivo de se determinar as vantagens e riscos potenciais do investimento.¹⁵⁴

Sob o ponto de vista do presente estudo, trata-se do processo pelo qual o potencial adquirente avalia a empresa visada, por meio da análise de informações que não haviam sido fornecidas previamente e que possam vir a interferir em sua valoração final de vontade. Trata-se de uma revisão legal, financeira, administrativa, organizativa e integral da empresa visada, sendo esta prática altamente recomendada às operações de

¹⁵⁰ JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, *A empresa como objecto de negócios*, pp. 749-750.

¹⁵¹ FÁBIO CASTRO RUSSO, “*Due diligence e responsabilidade*”, in *I Congresso Direito das Sociedades em Revista*, Almedina, Coimbra, 2011, pp. 13 e ss..

¹⁵² Expressão anglo-saxónica que se internacionalizou: “Literalmente *due diligence* significa, «diligência devida», o que remete para um padrão de diligência exigível”. ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Os deveres fundamentais dos administradores das sociedades*, Revista da Ordem dos Advogados, Ano 66, nº 2, Lisboa, Set/2006, p. 24.

¹⁵³ IVÁN DARÍO RESTREPO LONDOÑO, “*Due Diligence Financiera, una forma para garantizar la toma eficiente de decisiones en la adquisición de empresas*”, in *El Cuaderno – Escuela de Ciencias Estratégicas*, Vol. 2, n.º 4, Medellín – Colombia, 2008, ISSN: 2011-0170, p. 263

¹⁵⁴ ICSI, *Due Diligence and Corporate Compliance Management*, The Institute of Company Secretaries of India, New Dheli, 2011. Disponível em: <https://www.icsi.edu/media/webmodules/publications/FULL%20BOOK-PP-DD&CCM-PDF%20FILE.pdf>

A aquisição indireta de empresas: Share Deal

aquisição da totalidade ou parte do capital social de uma sociedade, garantindo ao adquirente uma melhor visão sobre a empresa a ser adquirida.¹⁵⁵ Neste sentido, visa definir o valor real da empresa e seus ativos, averiguar a existência de dívidas e obrigações, analisar as atividades da empresa e o cumprimento das normas legais e ponderar os riscos e garantias inerentes ao negócio. Além disso, visa garantir que o adquirente possa se proteger de possíveis incumprimentos legais ou normativos por meio dos mecanismos adequados e assegurar que a empresa em questão se ajusta aos objetivos visados com a aquisição ou transação e, assim, assegurar o êxito do negócio.

Importante salientar que, embora aqui estejamos a abordar apenas o período pré-contratual, a *Due Diligence* pode ser realizada em três momentos distintos: primeiramente, antes da celebração do contrato, ou seja, antes do *signing*; em segundo lugar, pode ser realizada no hiato temporal entre o *signing* e o *closing*, quando o contrato já foi assinado mas ainda não produz efeitos; e, por fim, pode ser realizada após o *closing*, quando a transmissão já produz efeitos.

As auditorias estão intimamente conectadas com o dever de informar¹⁵⁶, decorrente do princípio da boa-fé contratual. Este dever consiste na obrigação das partes em prestar os esclarecimentos necessários com exatidão sobre fatos essenciais para a determinação de vontade das mesmas. Sendo assim, estaremos perante uma violação a este dever quando as partes omitirem informações ou, ainda, quando prestarem informações inexatas ou incorretas, incorrendo em responsabilidade pré-contratual.¹⁵⁷

Neste sentido, Menezes Cordeiro aponta que “devem ser trocadas todas as informações necessárias para que cada um conheça os factores relevantes que estão em causa no negócio em preparação. Se as informações forem relevantes para o contrato a celebrar, as partes negociadoras não podem dar informações falsas ou deficientes. Mais do que isto, as partes que negociam com vista à celebração de um contrato, devem informar a

¹⁵⁵ A. IRIARTE / A. SAN SEBASTIÁN / A. SAINZ, *Guía para la transmisión de empresas*, Dirección General de Política de la Pequeña y Mediana Empresa, Madrid, 2010. Disponível em: http://www.aragonemprendedor.com/archivos/descargas/guia_transmisiones_vg_web.pdf

¹⁵⁶ Segundo F. BENATI, o objeto dos deveres pré-contratuais de informação é constituído pelas circunstâncias relativas à satisfação dos interesses que uma parte pode razoavelmente pretender alcançar através do ato de negociação. GIOSEPPE GRISI, *L'obbligo precontrattuale di informazione*, Nápoles, Jovene Editore, 1990, p. 81.

¹⁵⁷ *A culpa in contrahendo* será abordada mais profundamente no ponto 3.3 do presente estudo.

outra sobre todas as questões que relevem para a formação, por parte desta, de um quadro exacto sobre a matéria objecto das negociações”.¹⁵⁸

Assim, as auditorias objetivam amenizar a “desigualdade no acesso à informação”¹⁵⁹ frequentemente encontrada nos processos transmissivos empresariais – facto este acentuado pela falta de regulamentação impositiva a um dever geral de informação do vendedor, bem como falta de determinação, pela lei civil, de um dever pré-contratual geral de informação¹⁶⁰. Desta forma, fica a critério e responsabilidade de cada uma das partes obter conhecimento e dados relevantes para a conclusão do negócio.

Isto não significa dizer, porém, que o alienante não tem obrigação de fornecer todas as informações pertinentes à determinação da vontade contratual da contraparte.¹⁶¹ Este dever impõe-se, na verdade, por força da boa-fé contratual¹⁶². A transmissão de informações por parte do alienante ao adquirente relativa à situação real da empresa é determinante para uma formação esclarecida e consciente de sua vontade sobre o objeto e a causa do negócio.¹⁶³ A questão, no entanto, reside em saber em que extensão e na dependência de quais fatores o dever de informar poderá ser exigido.¹⁶⁴

Menezes Cordeiro¹⁶⁵ entende ser dever do vendedor “prestar ao comprador todas as explicações necessárias para um aproveitamento correto e seguro da coisa adquirida”. O

¹⁵⁸ A. MENEZES CORDEIRO, *Da Boa-Fé no Direito Civil*, Almedina, Coimbra, 2011, p. 550.

¹⁵⁹ GOMES DA SILVA / RITA AMARAL CABRAL, “A Privatização da Sociedade Financeira Portuguesa”, in *Parecer*, LEX, Lisboa, 1995, p. 318.

¹⁶⁰ EVA SÓNIA MOREIRA DA SILVA, *Da responsabilidade pré-contratual por violação dos deveres de informação*, Almedina, Coimbra, 2013, p. 130 e ss.

¹⁶¹ “O princípio da boa-fé, através da tutela da confiança e da primazia da materialidade subjacente, pode obrigar as partes a múltiplos deveres, de modo a preservar o núcleo, efetivo e útil, do contrato”. ANTONIO MENEZES CORDEIRO, *Tratado de Direito Civil, XI, Contratos em especial*, 1ª parte, Almedina, Coimbra, 2017, p. 164. No mesmo sentido, PATRÍCIA AFONSO FONSECA, *A negociação de participações de controlo*, p. 36.

¹⁶² Cfr. art. 762.º, n.º 2 e 227.º do Código Civil.

¹⁶³ Nas palavras de ALMEIDA COSTA, “não basta aos contraentes uma atitude negativa, um «non facere», dirigido a impedir toda a lesão na esfera jurídica de outrem. Exige-lhes, igualmente, uma colaboração activa no sentido da satisfação das expectativas alheias que exige o conhecimento real da situação que constitui objecto das negociações”. *Direito das Obrigações*, 8.ª Ed., Almedina, Coimbra, 2000, pp. 39-40. No mesmo sentido, ANTONIO MENEZES CORDEIRO, *Da boa-fé no direito civil* e MANUEL CARNEIRO DA FRADA, *Teoria da confiança e responsabilidade civil*, Almedina, Coimbra, 2004.

¹⁶⁴ CATARINA MONTEIRO PIRES, *A aquisição de empresas e de participações acionistas*, p. 24.

¹⁶⁵ ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Tratado de Direito Civil, XI*, p. 165.

autor defende ainda que este dever recai sobre a parte que esteja em condições de informar, havendo assim uma tutela da parte mais fraca.¹⁶⁶

No mesmo sentido, José Engrácia Antunes¹⁶⁷ aponta que “do lado alienante (trespassante ou sócio controlador), avulta desde logo, numa fase pré-contratual, a *obrigação de informação*: tal obrigação significa que aquele se encontra genericamente vinculado a informar o adquirente, de forma verdadeira e completa, sobre o estado jurídico, patrimonial e financeiro geral da empresa, de modo a permitir este último formar correcta e livremente a sua vontade sobre o objeto e causa do negócio”. Refere ainda que a relevância deste dever é ainda mais acentuada nas transmissões indiretas de empresa.

Além disso, cumpre destacar que ao se referir ao dever de informação, refere-se também ao dever de esclarecimento.¹⁶⁸ Assim, entende-se que o dever de esclarecimento pressupõe um cumprimento espontâneo por parte do alienante (devedor da informação). Já o dever de informação pressupõe um questionamento prévio por parte do adquirente (credor da informação) e corresponde à obrigação do alienante em prestar as informações requeridas pelo adquirente.¹⁶⁹

Isto posto, não se pode negar a existência de um ónus do adquirente, que deve proceder à busca de informações necessárias para a tomada de decisão. Nas palavras de José Engrácia Antunes¹⁷⁰, “não apenas o alienante tem o dever de informar, mas também o adquirente tem o dever de se informar dos dados da empresa social que sejam objecto de publicidade legal (mormente, os constantes de registo comercial), relativamente aos quais não lhe será lícito, em princípio, alegar desconhecimento”.

É importante ressaltar que o comprador não incorre em um dever jurídico de realizar a auditoria. No mesmo sentido, não haverá conculpabilidade do comprador caso este

¹⁶⁶ ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Tratado de Direito Civil, II, parte geral: Negócio jurídico*, com a colaboração de A. Barreto Menezes Cordeiro, 4ª Ed., Almedina, Coimbra, 2014, p. 291.

¹⁶⁷ JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, *A empresa como objecto de negócios*, p. 764.

¹⁶⁸ Ac. do STJ de 26 de Novembro de 2014, Relator Tavares de Paiva.

¹⁶⁹ Neste sentido, FREDERICO AFONSO CAVALEIRO PRATA, *Responsabilidade pré-contratual...*, p. 39; JORGE F. SINDE MONTEIRO, *Responsabilidade por conselhos, recomendações ou informações*, Almedina, Coimbra, 1989, nota 65 e EVA SÓNIA MOREIRA DA SILVA, *Da Responsabilidade Pré-contratual por Violação...*, p. 70.

¹⁷⁰ JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, *A empresa como objecto de negócios*, pp. 765-766.

realize uma auditoria com falhas.¹⁷¹ Contudo, muito se discute quanto a culpa do lesado¹⁷² nos casos em que o comprador opte por não realizar a auditoria ou, ainda, nos casos em que as falhas na auditoria se tratem de um desconhecimento culposo de certos vícios ou de informações relevantes.

Relativamente à primeira questão, tendo em vista que o dever de informação reside na esfera do alienante, não se pode retirar sua responsabilidade e passá-la totalmente ao adquirente. Assim, pode-se falar em culpa do lesado quando se puder comprovar que o alienante se propôs a fornecer certa informação ao adquirente e que este se recusou a recebê-la, ou a ignorou.¹⁷³

Já em relação à segunda questão, salienta-se que, realizando o adquirente a auditoria, o ónus do dever de informação recai sobre ele, não podendo se utilizar de eventuais proteções que lhe poderiam ser concedidas caso a coisa vendida não corresponda a coisa negociada, tendo em vista que deveria ter conhecimento do vício ou desconformidade por meio das informações por ele adquiridas. Assim, a ciência de um vício da empresa reconhecido através da auditoria pode excluir a responsabilidade do vendedor. No mesmo sentido, se for comprovado que o adquirente poderia ter tido conhecimento da circunstância causadora do dano por meio da auditoria, a responsabilidade do alienante pode ser excluída ou atenuada.¹⁷⁴

Neste sentido, o Acórdão de 21 de Maio de 2009 da Relação do Porto negou a pretensão do comprador sob a justificativa de que, com base nas experiências do comprador na atividade em questão, ele teria capacidade de identificar os defeitos que, neste caso, não eram ocultos. Assim, a assimetria informativa frequentemente encontrada nestes negócios jurídicos não pode ser considerada em absoluto, devendo-se ponderar a preparação e experiência das partes.¹⁷⁵

Assim, conforme se verificou, a *Due Diligence* possui função informativa, na medida em que o adquirente obtém informações respeitantes às participações sociais, à

¹⁷¹ PAULO CÂMARA / MIGUEL BRITO BASTOS, *O direito da aquisição de empresas: uma introdução*, p. 72, nota 39.

¹⁷² Cfr. art. 570.º do Código Civil.

¹⁷³ CATARINA MONTEIRO PIRES, *Aquisições de empresas e de participações acionistas*, pp. 38-39.

¹⁷⁴ *Idem*, p. 40.

¹⁷⁵ Acórdão da Relação do Porto de 21 de Maio de 2009, Relator José Ferraz.

A aquisição indireta de empresas: Share Deal

sociedade-alvo e a relação entre a sociedade e os sócios¹⁷⁶; e valorativa, tendo em vista que verifica a existência de vícios relevantes que possam influir na determinação do preço de venda.

Por meio deste procedimento podem vir a ser reveladas informações desfavoráveis ao alienante, tais como a existência de passivos ocultos ou ativos fictícios, que indiscutivelmente afetam a determinação de vontade do adquirente quanto ao fechamento do contrato e que podem levar à diminuição do preço acordado, à desistência por parte do adquirente ou à reformulação dos termos gerais do contrato. Assim, pode-se dizer que a *Due Diligence* é, muitas vezes, a última chance do adquirente se afastar de uma aquisição desfavorável ou destrutiva, por meio da reavaliação da decisão de aquisição.¹⁷⁷

No mesmo sentido, o procedimento auxilia ainda a identificação das qualidades da empresa, bem como a análise da conveniência de sua aquisição. Desta forma, objetiva-se que os profissionais encarregados de realiza-la sejam capazes de determinar, por meio de revisões detalhadas do negócio, se o preço acordado entre as partes pela totalidade ou parte da empresa é justo.¹⁷⁸

Ademais, a *Due Diligence* tem efeito probatório, caso as informações adquiridas venham a ser confrontadas no futuro, garantindo maior segurança ao processo de transmissão da empresa.¹⁷⁹

b) Outras obrigações

À parte do dever de informação, outros deveres decorrem do princípio da boa-fé contratual e recaem sobre as partes, vejamos:

¹⁷⁶ FÁBIO CASTRO RUSSO, *Due diligence e responsabilidade*, p. 14 e MIGUEL GIMENO RIBES, *La Protección del comprador en la adquisición de empresa...*, pp. 212 e ss..

¹⁷⁷ PHANISH PURANAM / BENJAMIN POWELL / HARBIR SINGH, *Due Diligence Failure as a Signal Detection Problem*. Strategic Organization, 2006, 319-348, p. 320. Disponível em: <https://poseidon01.ssrn.com/delivery.php?ID=014117064098125081066098019068000069057020066018053053081101101094126119075127004093100057062011027030018077001003103007092106015047000086075124101098098118073040048043085078091116002116078071083016027023085099114015072026018103086072025009066111&EXT=pdf>.

¹⁷⁸ Em geral, a *due diligence* é realizada por peritos, advogados, revisores de contas, economistas e gestores técnicos diversos.

¹⁷⁹ CATARINA MONTEIRO PIRES, *Aquisição de empresas e de participações acionistas*, p. 33.

A aquisição indireta de empresas: Share Deal

Desde a negociação as partes já incorrem em deveres, sendo o dever de lealdade um dos mais importantes. Este dever vincula as partes a adotarem comportamentos íntegros e sérios, de forma a garantir que o equilíbrio do negócio não se perca em meio a comportamentos que visem apenas o proveito próprio, recaindo a outra parte em desvantagens.

Em decorrência destes deveres, sucede o dever de confidencialidade, segundo o qual é vedada às partes a utilização das informações obtidas por meio das negociações para proveito pessoal ou divulgação a terceiros.¹⁸⁰ Nas palavras de Menezes Cordeiro, “a parte que negocia com outrem, tem obrigação de manter em sigilo os factos de que tome conhecimento por causa das negociações, ainda que a revelação não se configure como ofensa do bom nome ou do crédito”¹⁸¹.

Por conseguinte, emerge a obrigação de custódia, segundo a qual o alienante deve assegurar a guarda e conservação da empresa alienada com as devidas diligências de um empresário criterioso e ordenado. Conforme aponta José Engrácia Antunes, o alienante incorrerá em obrigações de *facere*, devendo dar continuidade à atividade económica normal da empresa, bem como prestar contas; e obrigações de *non facere*, estando proibido de praticar atos de gestão extraordinária sem prévio consentimento do adquirente.¹⁸²

A relevância desta obrigação nos negócios transmissivos indiretos deve-se ao período de tempo relativamente longo entre a celebração de acordos preliminares e acordos de execução. Desta forma, sua regulação apresenta-se de forma muito detalhada, sendo frequentemente adicionadas cláusulas de gestão transitória, que disciplinam a atuação dos órgãos sociais administrativos e deliberativos da empresa, visando proteger o comprador de alterações relativas às ações ou quotas, bem como relativas à própria empresa societária.¹⁸³

Relativamente ao período posterior à conclusão e execução da transmissão da empresa, o alienante incorrerá ainda nas obrigações de colaboração e não concorrência.

¹⁸⁰ As informações trocadas durante as negociações podem abranger as tecnologias utilizadas, *know-how*, estratégias comerciais, dados financeiros, carteira de clientes, entre outros.

¹⁸¹ A. MENEZES CORDEIRO, *Da Boa-Fé no Direito Civil*, p. 63.

¹⁸² JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, *A Empresa como objecto de negócios*, p. 766.

¹⁸³ *Idem*, p. 767.

A aquisição indireta de empresas: Share Deal

A obrigação de colaboração visa que o adquirente consiga dar continuidade à atividade da empresa adquirida. Para que isto seja possível, o alienante deverá assisti-lo por meio de assistência técnica, devendo transmitir os segredos comerciais e industriais da empresa, bem como as patentes de invenção, por exemplo; comunicar terceiros sobre a transmissão da empresa, apresentando o adquirente a clientes e fornecedores; dentre outras medidas que possam auxiliar o adquirente a usufruir plenamente da empresa.¹⁸⁴

Já a obrigação de não concorrência insere-se na modalidade de *non facere*¹⁸⁵ e determina que “o trespassante fique obrigado a, num certo espaço e durante um certo tempo, não concorrer com o trespassário, nomeadamente não exercendo atividade semelhante à exercida através do estabelecimento trespassado”.¹⁸⁶

Ainda que o ordenamento jurídico português não a tenha consagrado legalmente¹⁸⁷, a doutrina e a jurisprudência reconhecem esta obrigação nos negócios transmissivos diretos e indiretos. Assim, nos negócios transmissivos diretos esta obrigação decorre da boa-fé e está imposta ainda que não haja clausulado negocial. Em sentido contrário, nos negócios transmissivos indiretos, esta obrigação depende de determinação contratual.

Relativamente ao sujeito sobre quem recai esta obrigação nas transmissões diretas, parece ser razoável entender que, para além do alienante, o cônjuge¹⁸⁸ e os filhos do alienante também devam estar subordinados a esta obrigação quando houverem contribuído na exploração da empresa.¹⁸⁹ No mesmo sentido, os sócios¹⁹⁰ podem estar sujeitos a esta obrigação¹⁹¹ quando possuírem considerável conhecimento acerca da empresa ou tenham participado em atividades de administração ou, ainda, se possuírem

¹⁸⁴ Idem, p. 768.

¹⁸⁵ NUNO AURELIANO, *A obrigação de não concorrência do trespassante no Direito português*, p. 743.

¹⁸⁶ JORGE MANUEL COUTINHO DE ABREU, *Curso de Direito Comercial*, p. 291.

¹⁸⁷ A obrigação de não concorrência encontra-se expressamente consagrada no Código Civil Brasileiro, no art. 1147.º, nos casos de transmissão empresarial direta, bem como no ordenamento jurídico Italiano no art. 2125.º do Código Civil. Neste sentido, A. GONÇALVES NETO, *Direito de Empresa – Comentários aos Artigos 966 a 1.195 do Código Civil, 580 e segs.*, Ed. Revista dos Tribunais, São Paulo, 2007 e NUNO AURELIANO, *A obrigação de não concorrência do trespassante de estabelecimento comercial no Direito Português*, p. 744.

¹⁸⁸ Vide artigos 1678.º, n.º 2, alínea f) e g), n.º 3; 1679.º; 1695.º do CC.

¹⁸⁹ Neste sentido, JORGE MANUEL COUTINHO DE ABREU, *Curso de direito comercial*, p. 298 e ORLANDO DE CARVALHO, *Crítério e estrutura do estabelecimento comercial: O Problema da Empresa como objecto de Negócios*, Coimbra Editora, Coimbra, 1967, p. 499.

¹⁹⁰ Vide artigo 180.º do CSC.

¹⁹¹ Em sentido contrário, NUNO AURELIANO entende que os sócios não estão sujeitos à obrigação de não concorrência. *A obrigação de não concorrência do trespassante de estabelecimento comercial*, pp. 717 e ss.

participação social dominante em tal empresa. Além disso, Orlando de Carvalho¹⁹² refere que, caso seja necessário para garantir a efetiva entrega do estabelecimento e a não perturbação de sua fruição, “o direito à abstenção de concorrência derivado de aquisição da empresa cabe, enquanto essa abstenção dever durar, tanto ao adquirente e aos seus sucessores a título universal, como aos sub-adquirentes do negócio”.

Já relativamente aos nos negócios transmissivos indiretos, José Engrácia Antunes¹⁹³ refere que esta obrigação apenas se afiguraria “quando o alienante exercesse efetivamente o seu poder de controlo societário sobre a empresa alienada em termos de transformá-lo num concorrente especialmente qualificado ou diferencial”.¹⁹⁴

Por fim, sobre o adquirente impõe-se também a obrigação de pagamento do preço, que será abordada no ponto 3.5, b), do presente estudo.

3.3 Perturbações na venda de participações acionistas

Cumpra agora dar especial atenção às situações de incumprimento contratual, bem como os regimes jurídicos aplicáveis a estes casos.

O incumprimento contratual se verificará quando forem constatados vícios jurídicos ou materiais da empresa adquirida que antes estavam ocultos ou, ainda, quando houver desconformidade entre a coisa negociada e a coisa entregue.

Para melhor entendimento da questão, importa destacar o caso da Sociedade Financeira Portuguesa.¹⁹⁵

Ocorre que, anteriormente à sua privatização, a Sociedade Financeira Portuguesa¹⁹⁶, por meio do Decreto-Lei 282-A/90, de 14 de Setembro, passou por um processo de transformação em Sociedade Anónima de capitais públicos, sendo também

¹⁹² ORLANDO DE CARVALHO, *Critério e Estrutura do Estabelecimento Comercial*, p. 499.

¹⁹³ JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, *A Empresa como objecto de negócios*, p. 769.

¹⁹⁴ No mesmo sentido, JORGE MANUEL COUTINHO DE ABREU, *Curso de Direito Comercial*, p. 298; ALEXANDRE SOVERAL MARTINS, *Transmissão da empresa societária: algumas notas*, p. 437.

¹⁹⁵ Acórdão do Tribunal Arbitral de 31 de Março de 1993. Disponível em: <https://portal.oa.pt/upl/%7Bd721a655-4301-429a-a15b-7648d54f6190%7D.pdf>

¹⁹⁶ A Sociedade Financeira Portuguesa foi constituída pelo Decreto-Lei n.º 49.273, de 27 de Setembro de 1969. A princípio, manteve-se na posse do Estado, funcionando como uma instituição especial de crédito.

A aquisição indireta de empresas: Share Deal

transformada em banco de investimentos. Assim, passou a designar-se por Sociedade Financeira Portuguesa – Banco de Investimento, S.A. e suas ações foram integradas no Banco Pinto & Sotto Maior, S.A., como participação no aumento de capital deste, alienando-as em momento posterior em sessão especial da Bolsa.

O Decreto-Lei 138-A/91, de 9 de Abril, aprovou a privatização da Sociedade Financeira Portuguesa e, conseqüentemente, a alienação da totalidade das ações correspondentes ao capital social.¹⁹⁷ Conforme previsto no art. 2º do Decreto, as ações foram divididas em três lotes, sendo 10% do capital social destinado ao público em geral; 10% para trabalhadores, pequenos subscritores e emigrantes; e 80% destinado à aquisição em bloco indiviso para um único investidor.¹⁹⁸ Assim, o Grupo Mello, por meio da União Internacional Financeira, S.A., licitou e adquiriu o lote de 80% das participações, além de mais participações dos dois outros grupos somando-se um total de 8.592.400 ações.

No entanto, após a concretização da venda, foi verificada a existência de duas garantias bancárias prestadas à Cargill International, S.A., a pedido da IBEROL¹⁹⁹, que colocavam em causa o valor e oneravam a Sociedade Financeira Portuguesa.²⁰⁰ Assim, a nova administração da Sociedade Financeira Portuguesa impugnou o valor pago pelas participações sociais, alegando o desconhecimento de vícios que importavam a redução do valor da sociedade e, conseqüentemente, a redução do valor das ações representativas de seu capital social.

Afirmou ter ocorrido uma falta grave, tendo em vista que as garantias não estavam previstas no “prospeto oficial”, além de terem sido concedidas a uma sociedade que não possuía uma condição financeira promissora, o que significava uma pequena probabilidade de retorno da garantia prestada.²⁰¹

¹⁹⁷ Conforme dispõe o artigo 1.º do referido Diploma, “É aprovada a alienação da totalidade das acções correspondentes ao capital social da Sociedade Financeira Portuguesa – Banco de Investimento, S.A., de que é único titular o Banco Pinto & Sotto Mayor, S.A.”.

¹⁹⁸ Os valores foram propostos pelo Conselho de Administração da Sociedade, por meio da avaliação realizada por duas entidades independentes (DL n.º 138-A/91, de 9 de Abril, art. 10.º) e definidos através da Resolução do Conselho de Ministros n.º 12/91.

¹⁹⁹ Sociedade Ibérica de Oleaginosas, S.A.

²⁰⁰ A primeira garantia, de 17 de dezembro de 1990, no valor de 7.000.000,00 USD e a segunda, de 20 de janeiro de 1991, de 6.800.000 USD.

²⁰¹ O Acórdão do Tribunal Arbitral classificou as garantias concedidas à IBEROL como garantias de *grande risco* pois, conforme o Aviso n.º 10/90 do Banco de Portugal, publicado no Diário da República, 1.ª SÉRIE, DE 5 DE Julho De 1990, considera-se como de *grande risco* “os riscos assumidos por uma instituição de crédito quando, pelo seu valor, isolado ou em conjunto com outros vigentes respeitantes

A aquisição indireta de empresas: Share Deal

Assim, o Tribunal Arbitral proferiu o acórdão em 31 de Março de 1993, determinando a aplicação do regime jurídico da responsabilidade pelo prospecto²⁰², tendo em vista que as garantias não estavam indicadas no prospecto e, conseqüentemente, houve violação do Decreto-Lei nº 8/88, de 15 de Janeiro e da Portaria nº 295-A/88, de 10 de Maio, bem como dos princípios da boa-fé e da tutela da confiança.²⁰³ O réu foi então condenado ao pagamento de indemnizações, de forma a ressarcir os prejuízos causados ao adquirente, os quais afetaram a capacidade reditícia da empresa.

Relativamente à decisão, a doutrina majoritária²⁰⁴ entendeu que, sendo o objetivo último da alienação da totalidade das participações sociais a venda da empresa, trata-se o caso de uma compra e venda de empresa.²⁰⁵ Assim, o regime jurídico da compra e venda de bens onerados mostra-se uma solução viável, garantindo ao comprador a modificação do contrato, a redução do preço e a indemnização dos prejuízos causados. Além disso,

ao mesmo cliente, representem, pelo menos, 15% dos fundos próprios da instituição de crédito”. No caso em questão, as garantias representavam cerca de 39,4% dos fundos próprios da Sociedade Financeira Portuguesa.

²⁰² Nas palavras de ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, o “prospecto funciona como o último e mais cabal meio de informação aos acionistas”. *Vícios ocultos nos bens privatizados*, p. 121.

²⁰³ Conforme previa a Portaria, em seu art. 20.º, “qualquer facto novo que seja significativo e que possa influenciar a avaliação dos valores mobiliários e que ocorra entre o momento em que o conteúdo está estabelecido e o momento em que a cotação oficial se torna efetiva deve ser objeto de um suplemento ao prospecto (...)”.

²⁰⁴ Neste sentido, A. FERRER CORREIA e ALMENO DE SÁ entenderam se tratar de compra e venda de empresa, permitindo a aplicação do regime da venda de bens onerados, tendo em vista a falta de publicação no prospecto oficial, tendo os compradores direito à convalescença do contrato, redução do preço e indemnização dos prejuízos, havendo também violação ao dever legal de informação e dever geral de informação. *A privatização da Sociedade Financeira Portuguesa*, pp. 283 e ss. CALVÃO DA SILVA segue o mesmo entendimento quanto a se tratar de compra e venda de empresa, podendo-se aplicar o instituo da venda de coisas oneradas, além da responsabilidade pelo prospecto. “Compra e Venda de Empresas”, in *Estudos de Direito Comercial (Pareceres)*, Almedina, Coimbra, 1996, p. 150 e ss.; MENEZES CORDEIRO entendeu haver responsabilidade pelo prospecto, podendo ainda, através da figura da venda de coisa defeituosa, haver uma redução no preço, acompanhada de direito a indemnização. Na visão do autor, seria ainda possível responsabilizar os administradores e o sócio único que os fez eleger. *Vícios ocultos nos bens privatizados*, pp. 81 e ss.; M. REBELO DE SOUSA entende ser a solução a aplicação analógica do regime de venda de coisa onerada. Entende também ter havido uma violação dos deveres pré-contratuais (art. 227) e situação de responsabilidade pelo prospecto, havendo ainda responsabilidade dos administradores. *A privatização da sociedade financeira portuguesa*, p. 233. No mesmo sentido, ORLANDO DE CARVALHO, *Critério e Estrutura do Estabelecimento Comercial*, pp. 201-209; JORGE MANUEL COUTINHO DE ABREU, *Da empresarialidade*, pp. 344 e ss; A. PEREIRA DE ALMEIDA, *Direito Comercial I*, Vol. II – Sociedades Comerciais, AAFDL, Lisboa, 1981, p. 64; ALEXANDRE SOVERAL MARTINS, *Transmissão da empresa societária: algumas notas*, pp. 432-436; PATRÍCIA AFONSO FONSECA, *A negociação de participações sociais de controlo*, pp. 33-36.

²⁰⁵ “A compra e venda de empresas se pode concretizar fundamentalmente por duas diversas formas: ou através da aquisição direta do estabelecimento ou através da aquisição das participações sociais da sociedade que explora o estabelecimento”. Neste sentido, A. FERRER CORREIA / ALMENO DE SÁ, “Parecer”, in *A privatização da Sociedade Financeira Portuguesa*, p. 269.

A aquisição indireta de empresas: Share Deal

entendeu-se também haver ocorrido uma violação ao dever legal de informação²⁰⁶, bem como ao dever geral de informação²⁰⁷.

No entanto, conforme se verificou, a doutrina não foi unânime quanto a possibilidade de aplicação do regime de bens onerados ou defeituosos.²⁰⁸

No âmbito das transmissões indiretas de empresas, o adquirente é contemplado com uma dupla proteção, podendo-se utilizar dos regimes legais de natureza especial (garantias por vícios na compra e venda) ou, ainda, de natureza geral (*culpa in contrahendo* e erro sobre a base do negócio).²⁰⁹ Assim, analisemos cada um destes institutos e verifiquemos qual é a melhor solução para as situações de incumprimento.

a) Compra e venda de bens onerados e defeituosos

Faz-se agora necessário analisar os regimes jurídicos da compra e venda de bens onerados e defeituosos, previstos nos artigos 905.º e 913.º do Código Civil, respetivamente.

No entanto, tais regimes referem-se à venda de *coisas*²¹⁰, de forma que importa primeiramente questionar se o ordenamento jurídico português permite a equiparação da empresa à coisa.

²⁰⁶ Cfr. Art. 485.º, nº 2 CC.

²⁰⁷ Cfr. Art. 227.º, nº 1 CC.

²⁰⁸ Em oposição à aplicação do regime de venda de bens onerados ou defeituosos, ANTUNES VARELA entendeu serem as garantias prestadas pela SPF parte do exercício normal da atividade societária, classificando a responsabilidade do vendedor como violação ao dever de informação. *Anotação ao Tribunal Arbitral de 31 de Março de 1993*, Revista de Legislação e de Jurisprudência, ano 126, 1994/1995, pp. 311-320 e 347-352; HENRIQUE MESQUITA rejeita a aplicação analógica do regime sob a justificativa de que os compradores adquiriram ações, e não a empresa. *Anotação ao Acórdão do Tribunal Arbitral de 31 de Março de 1993*, pp. 217-218. No mesmo sentido, ALMEIDA COSTA, “Aquisição de empresas – vícios na empresa privatizada, responsabilidade pelo prospeto, culpa in contrahendo, indemnização”, in *Anotação ao acórdão do tribunal arbitral de 31 de março de 1993*, Revista Ordem dos Advogados, Lisboa, 1995, pp. 110-121.

²⁰⁹ JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, *A empresa como objecto de negócios*, p. 779.

²¹⁰ Quanto à compra e venda de participações sociais de controlo, trata-se de venda de direito de propriedade sobre coisas. Para maiores desenvolvimentos acerca da natureza jurídica das participações sociais, cfr. PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, *A participação social nas sociedades comerciais*, Almedina, Coimbra, 2005, pp. 368 e ss.; COUTINHO DE ABREU, *Curso de Direito Comercial*, pp. 342 e ss.; MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito das Sociedades*, Vol. I, Das Sociedades em Geral, Almedina, Coimbra, 2007, pp. 497 e ss.

A aquisição indireta de empresas: Share Deal

A doutrina maioritária é favorável a este entendimento. Assim, autores como Coutinho de Abreu²¹¹, António Pinto Monteiro e Paulo Mota Pinto²¹² defendem a aplicação analógica dos regimes à empresa, considerando-a como coisa, porém destacam que isso apenas poderá ocorrer quando a intenção do adquirente das participações sociais for, de facto, obter o controlo da empresa.²¹³

Nas palavras de Clemente V. Galvão, “se a intenção do comprador foi a de adquirir a direção da empresa ou estabelecimento, então é de considerar que a intenção do comprador foi a de adquirir uma empresa por via indirecta, com determinadas características, que integram o contrato e conformam a obrigação de entrega pontual do vendedor, justificando assim a aplicação ao caso da garantia prevista nos artigos 905.º e 913.º do CC”.²¹⁴

Também favorável ao entendimento, Marcelo Rebelo de Sousa aponta que no caso da Sociedade Financeira Portuguesa, “comprou-se uma empresa, podendo porventura entender-se que este conceito se integra numa interpretação extensiva da categoria técnico-jurídica de coisa”.²¹⁵

Neste sentido, é imprescindível que, para a aplicação destes regimes, faz-se necessária a equiparação da aquisição de participações sociais à aquisição da empresa, de forma que a *mera* aquisição de participações sociais minoritárias não está protegida por este regime, devendo-se utilizar o regime do erro e da responsabilidade pré-contratual. Este entendimento baseia-se no fato de que ao se adquirir participações minoritárias, estaremos a tratar de venda de direitos, não venda de coisa.

Contrariamente a este entendimento, Clemente V. Galvão entende ser o regime da compra e venda de bens onerados e defeituosos aplicável a qualquer aquisição de participações sociais, seja ela maioritária ou minoritária.²¹⁶ Nas palavras do Autor “a

²¹¹ *Curso de Direito Comercial*, Vol II, Das Sociedades, 4ª Ed., Almedina, Coimbra, 2012, pp. 399-400.

²¹² *A venda de participações sociais como venda de empresa*, pp. 76-102.

²¹³ No mesmo sentido, ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Vícios ocultos nos bens privatizados*, p. 126; CALVÃO DA SILVA, *A privatização da Sociedade Financeira Portuguesa*, p. 222.

²¹⁴ No entanto, o Autor apresenta uma opinião controversa ao defender a aplicação destes regimes a qualquer compra e venda de participações sociais, independente da percentagem adquirida. Segundo ele, ao adquirir participações sociais, o adquirente acede e tem benefícios na sociedade, devendo, portanto, ser também tutelado por meio deste regime. *Conteúdo e Incumprimento do Contrato de Compra e Venda de Participações Sociais*, p. 6.

²¹⁵ MARCELO REBELO DE SOUSA, *A privatização da Sociedade Financeira Portuguesa*, pp. 231-250.

²¹⁶ “porque deve o adquirente de uma posição assumidamente minoritária (e que a comprou para realizar uma mais-valia) ser tratado de forma diferente do adquirente de uma posição maioritária,

aquisição de uma participação social reflecte sempre a intenção de adquirir, ou melhor, de participar em algo mais do que os direitos e deveres sociais inerentes à posição de sócio ao abrigo do Código das Sociedades Comerciais (“CSC”): no contrato de compra e venda, a participação social objecto do contrato e o próprio contrato não fazem qualquer sentido separados da situação (económica, jurídica, etc.) subjacente da sociedade.”. No entanto, este é um entendimento isolado na doutrina, segundo o qual não compartilhamos, tendo em vista que a garantia edilícia requer a equiparação da aquisição de participações sociais à aquisição da empresa.

Assim, ainda que a empresa não configure efetivamente como o objeto do contrato de compra e venda de participações sociais, a doutrina majoritária²¹⁷ mostra-se favorável à aplicação dos regimes de bens defeituosos e onerados quando os vícios dizem respeito não às participações sociais, mas à empresa, concluindo-se que “o contrato de compra e venda de participações sociais integra sempre as qualidades da situação subjacente da sociedade em causa”²¹⁸.

Relativamente a estes regimes, apesar de parecerem semelhantes, faz-se importante pontuar suas diferenças. Assim, nos termos do art. 905.º, determina-se a aplicação do regime da venda de bens onerados quando se verificar vícios jurídicos, estando o direito transmitido submetido a algum ónus ou limitação, principalmente quando estiver condicionado a terceiros.²¹⁹ Já o regime da venda de bens defeituosos será aplicável quando a empresa possuir vícios materiais ocultos que afetem sua função económico-

quando as preocupações de ambos relativamente à realidade subjacente da sociedade foram iguais e o processo de venda incidiu exactamente sobre os mesmos temas?”. O autor afirma que “a declaração de vontade do comprador e os respectivos deveres do vendedor englobam, via de regra, em maior ou menor medida, a situação subjacente da sociedade em causa, independentemente da percentagem da sociedade envolvida e de a mesma integrar ou não uma empresa, faz com que a aplicação dos artigos 905.º e sgs e 913.º e sgs do CC a estes contratos pareça a melhor solução”. *Conteúdo e Incumprimento do contrato de compra e venda...*, pp. 3-8.

²¹⁷ Neste sentido, CALVÃO DA SILVA, *A empresa como objecto de tráfego jurídico*, pp. 169 e ss.; ANTÓNIO PINTO MONTEIRO/PAULO MOTA PINTO, *A venda de participações sociais como venda de empresa*, pp. 76 e ss.; JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, *A empresa como objecto de negócios*, pp. 715 e ss.; COUTINHO DE ABREU, *Curso de Direito Comercial*, Vol. II, pp. 396 e ss.

²¹⁸ CLEMENTE V. GALVÃO, *Conteúdo e incumprimento do contrato de compra e venda de participações sociais*, p. 5.

²¹⁹ V.g., se sobre a empresa incida uma locação, dívida ou hipoteca; se determinados elementos empresariais relevantes foram penhorados; se existem patentes ou direitos de propriedade industrial que proibem a empresa de produzir determinados produtos.

produtiva²²⁰, ou quando estiverem em desconformidade com aquilo que foi acordado, conforme dispõe o art. 913.º.²²¹

O prazo segundo o qual o adquirente poderá exercer seus direitos de reação é uma questão que também ocupa a doutrina.²²² Assim, para os bens onerados entende-se haver o prazo de um ano a contar da data em que o comprador obteve conhecimento da desconformidade (ônus ou limitação), nos termos dos artigos 905.º e 287.º do Código Civil. Relativamente aos bens defeituosos, no caso de bens móveis o comprador dispõe de um prazo de 30 dias a contar da data do conhecimento do defeito ou de seis meses a contar da data de entrega do bem, conforme o art. 916.º do Código Civil. No entanto, no caso de bens imóveis defeituosos, o prazo é de 1 ano a contar do conhecimento do defeito e de 5 anos a contar da data da entrega da coisa, conforme o art. 916.º, n.º 3 do Código Civil.

Não obstante, para autores como António Pinto Monteiro e Paulo Mota Pinto, o prazo disposto para bens móveis defeituosos é demasiadamente curto, tendo em vista que, na prática, as desconformidades manifestam-se em um período mais alargado.²²³ Desta forma, o prazo estipulado não se mostra adequado à alienação de participações sociais, tendo em vista a complexidade do objeto negocial, beneficiando o alienante. Em sentido contrário, no entanto, Clemente Galvão considera que o prazo, apesar de curto, mostra-se adequado a estes negócios, de forma a garantir a “segurança jurídica e celeridade da vida comercial”, constringendo o comprador a averiguar, o mais breve possível, a existência (ou inexistência) de vícios.²²⁴

Contrariamente, o prazo estipulado para os bens onerados beneficia o comprador, de forma que vincula o alienante por um período de tempo indefinido, tendo em vista que o prazo expira depois de um ano a contar do conhecimento do ónus, atribuindo uma enorme incerteza jurídica ao negócio e às posições das partes.

²²⁰ V.g., as máquinas das quais a produção depende apresentam defeitos técnicos.

²²¹ JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, *A empresa como objecto de negócios*, pp. 776-777.

²²² Cfr. CLEMENTE V. GALVÃO, *Conteúdo e incumprimento...*, pp. 6-7; A. PINTO MONTEIRO / PAULO MOTA PINTO, *A venda de participações sociais...*, p. 709; ANTÓNIO TELES / CARMONA DIAS, “Garantia na Alienação de Empresas”, in *Aquisição de Empresas*, Coimbra Editora/Sérvulo, Coimbra, 2011, pp. 86-87; MENEZES CORDEIRO, *Anotação ao acórdão arbitral do caso Privatização da Sociedade Financeira Portuguesa*, Revista da Ordem dos Advogados, ano 55, Janeiro 1995, p. 102.

²²³ ANTÓNIO PINTO MONTEIRO / PAULO MOTA PINTO, *A venda de participações sociais...*, p. 709.

²²⁴ CLEMENTE V. GALVÃO, *Conteúdo e incumprimento...*, p. 6.

Importante salientar que, caso o alienante atue com dolo, o prazo deixa de ser aplicável.²²⁵

Por fim, relativamente aos meios de tutela atribuídos ao comprador nos casos de vícios, o Código Civil garante a possibilidade de anulação do contrato²²⁶, nos termos dos artigos 905.º e 913.º, por força da remissão operada pelo artigo 287.º, permitindo que o comprador se desvincule do contrato e que haja a restituição de tudo o que foi prestado pelas partes, ou o valor correspondente, conforme prevê o art. 289.º, n.º 1 do Código Civil.

No entanto, tendo em vista o efeito dissuasor causado pela anulação, entende-se que esta garantia deve apenas ser utilizada em casos extremos, quando existam “ónus ou limitações que excedam os limites normais inerentes aos direitos da mesma categoria” (art. 905.º), ou quando haja motivos suficientemente justificados, como seria o caso de abuso da boa-fé contratual por parte do alienante, de forma que o adquirente deixa de ter interesse na manutenção da relação contratual, por exemplo. O objetivo deste regime jurídico é, nas palavras de Ferrer Correia, “proteger o comprador contra o risco de adquirir um bem que, por não estar livre da interferência limitadora de terceiro, não corresponde afinal à representação que, de acordo com o contrato, dele se fez”.²²⁷

É também conferido ao adquirente o direito de exigir que o alienante sane o vício existente, mediante expurgação dos ónus ou limitações, previsto no art. 906.º e 907.º do Código Civil, ou através da reparação ou substituição da coisa vendida, art. 914.º do Código Civil, de forma que se elimine os vícios que a coisa possa comportar e, assim, se assegure o cumprimento do contrato. Importante salientar que a substituição apenas será utilizada quando a reparação não for capaz de repor a normalidade da coisa ou quando exigir excessiva onerosidade em comparação com a substituição.²²⁸ Entretanto, no

²²⁵ Cfr. art. 916.º, n.º 1 *in fine*.

²²⁶ Grande parte da doutrina tem entendido, porém, se tratar de resolução do contrato. Neste sentido, ROMANO MARTINEZ, BAPTISTA MACHADO e CARNEIRO DA FRADA. Em sentido contrário, MENEZES LEITÃO e PIRES DE LIMA e ANTUNES VARELA.

²²⁷ FERRER CORREIA/ALMENO DE SÁ, “Parecer”, in *A privatização da Sociedade Financeira Portuguesa*, p. 284.

²²⁸ Conforme aponta ROMANO MARTINEZ, “a reparação do defeito não é exigível se implicar uma actuação excessivamente onerosa para o vendedor, atento o proveito do comprador. Esta solução não resulta dos preceitos relativos à compra e venda, constando só do regime do contrato de empreitada (art. 1221.º, n.º 2 do CC), mas, apesar da lacuna, atento o princípio da boa-fé no cumprimento da obrigação assim como no exercício do direito correspondente (art. 762.º, n.º 2 do CC), não é aceitável que o direito à reparação do defeito da coisa vendida seja exigível sempre que a despesa que isso

âmbito da aquisição de empresas, torna-se inviável a utilização deste mecanismo, tendo em vista que o objeto contratual em questão é a empresa e não há como substituí-la, considerando-se que é um bem infungível.

O artigo 884.º, *ex vi* artigo 911.º e 913.º do Código Civil outorga ainda ao adquirente o direito à redução do preço motivada pela desvalorização em decorrência do vício em causa, de forma que se restabeleça o equilíbrio da relação contratual. A redução do preço poderá ser imposta “se as circunstâncias mostrarem que, sem erro ou dolo, o comprador teria igualmente adquirido os bens, mas por preço inferior” conforme dispõe o art. 911.º, n.º 1 do Código Civil. Neste caso, o ónus da prova recai sobre o alienante. Tal redução pode ser realizada judicialmente ou mediante acordo entre as partes.

Finalmente, o comprador dispõe ainda do direito à indemnização previsto nos artigos 908.º, 909.º e 913.º, n.1º do Código Civil. No que se refere a bens onerados, a indemnização será devida ao comprador ainda que se trate de erro não culposo do vendedor, impondo-lhe uma responsabilidade objetiva e atribuindo uma maior proteção ao adquirente. Ao contrário, tratando-se de bens defeituosos, o vendedor poderá se esquivar da responsabilidade se provar que não possuía, nem deveria possuir, conhecimento sobre o vício em causa, tratando-se então de uma responsabilidade civil subjetiva, isto é, o vendedor apenas será responsabilizado em caso de culpa.²²⁹

Assim, a indemnização atua com a função de reconstituir a situação como se o vício não houvesse existido. Além disso, é o único meio de reação dentre os demais que pode ser utilizado cumulativamente. Nas palavras de Romano Martinez²³⁰, “a obrigação de indemnizar estabelecida no artigo 915º CC não é independente das pretensões anteriormente indicadas, pois está sujeita a idênticos pressupostos e é complementar destas. A indemnização não pode ser pedida em substituição de qualquer dos outros pedidos (eliminação do defeito, redução do preço, etc.), mas em complemento deles, com vista a reparar o prejuízo excedente”.

Desta forma, no caso da Sociedade Financeira Portuguesa, Menezes Cordeiro aponta o direito do adquirente à redução do preço, nos termos do art. 911.º, n.º 1 do CC, de forma

pressupõe para o vendedor seja desproporcionada em relação ao proveito do comprador.” *Direito das Obrigações*, p. 138.

²²⁹ Cfr. art. 915.º Código Civil.

²³⁰ PEDRO ROMANO MARTINEZ, *Direito das Obrigações*, p. 140.

a se “restabelecer o equilíbrio contratual perturbado pela imperfeição”²³¹, tendo em vista a existência de defeito ou ónus que a desvalorizava, bem como o direito à indemnização caso se verificasse culpa do alienante.²³²

b) Regime do erro sobre a base do negócio

O erro sobre a base do negócio consiste na falsa representação das circunstâncias em que as partes fundaram a decisão de contratar.²³³ Assim, conforme o entendimento de Galvão Teles, há erro sobre a base do negócio quando o erro verse sobre “circunstâncias determinantes da decisão do declarante que, pela sua importância, justificam, segundo os princípios da boa-fé, a invalidade do negócio”.²³⁴ Para este Autor, não é obrigatório que as duas partes concordem quanto a essencialidade da circunstância sobre a qual incide o erro.²³⁵

Já Menezes Cordeiro entende integrar a base do negócio “os elementos essenciais para a formação de vontade do declarante e conhecidos pela outra parte, os quais, por não corresponderem à realidade, tornam a exigência do cumprimento do negócio concluído gravemente contrário aos princípios da boa-fé”.²³⁶

Desta forma, verificando-se que as circunstâncias segundo as quais se funda a vontade de contratar não correspondem à realidade, relativamente aos motivos ou ao objeto do negócio, configura-se o erro na base do negócio. Desta forma, o Código Civil permite a modificação do contrato, nos termos dos artigos 252.º, n.º 2 e 437.º. Este regime beneficia e tutela o comprador que possa vir a ser surpreendido com uma discrepância no valor da empresa ou, ainda, com uma penhora sobre o estabelecimento da empresa,

²³¹ ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *A privatização da sociedade financeira portuguesa*, p. 125.

²³² ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Vícios ocultos nos bens privatizados*, p. 141.

²³³ J. OLIVEIRA DE ASCENSÃO, *Direito Civil Teoria Geral – Acções e Factos Jurídicos*, Vol. II, Coimbra Editora, Coimbra, 1999, pp. 116-131.

²³⁴ INOCÊNCIO GALVÃO TELLES, *Manual dos contratos em geral*, Coimbra Editora, Coimbra, 2002, p. 103.

²³⁵ “O erro sobre a base do negócio consiste na representação de uma das partes, conhecida da outra e relativa a certa circunstância basilar respeitante ao próprio contrato, e que foi essencial para a decisão de contratar, sendo constituída pelas circunstâncias determinantes da decisão do declarante que, pela sua importância, justificam, segundo os princípios da boa fé, a invalidade do negócio, em caso de erro daquele, independentemente de o declaratório conhecer ou dever conhecer a essencialidade, para o declarante, dessas circunstâncias e, por maioria de razão, sem necessidade de os dois se mostrarem de acordo sobre a existência daquela essencialidade”. Ac. Do Tribunal da Relação de Coimbra, de 24 de Junho de 2008, Relator Hélder Roque. Processo n.º 119/03.6TBANS.C1.

²³⁶ A. MENEZES CORDEIRO, *Tratado II*, p. 869.

sendo assim uma solução que garante a redução do preço acordado²³⁷ em face do erro ou, ainda, a anulação do contrato, quando o erro for de tal forma tão grave que inviabiliza a manutenção da relação contratual.

Importante pontuar que o regime do erro e o regime dos bens onerados ou defeituosos distinguem-se na medida em que o regime do erro tutela as situações em que há uma falsa representação das circunstâncias que fundam a vontade de contratar. Já nos casos em que o bem alienado não apresenta as qualidades típicas daquele tipo de bem, ou não apresenta as qualidades asseguradas pelo alienante, há cumprimento defeituoso.

c) Culpa in contrahendo

A *culpa in contrahendo*²³⁸ ganhou visibilidade a nível doutrinal em 1861²³⁹, quando Jhering dedicou-se a desenvolver a temática na obra “*Culpa in contrahendo oder Schadensersatz bei nichtigen oder nicht zur Perfektion gelangten Verträgen*”.²⁴⁰ Para o Autor, a *culpa in contrahendo* consiste na “inobservância da necessária diligência por quem negocia com outrem para a conclusão de um contrato. As partes, na fase antecedente à sua conclusão, devem comportar-se de forma leal e honesta”²⁴¹.

²³⁷ A redução do preço mostra-se efetiva e justificada quando for possível comprovar que o comprador não perderia o interesse no negócio ainda que tivesse conhecimento dos fatos.

²³⁸ “A responsabilidade pré-negocial fundamenta-se na tutela da confiança de uma parte, na correcção, na honestidade, na lisura e na lealdade do comportamento da outra parte, quando tal confiança se reporte a uma conduta juridicamente relevante e capaz de provocar-lhe danos”. Acórdão da Relação de Lisboa de 21 de Abril de 2005, Proc. n.º 2219/2004-5.

²³⁹ “Na sequência do seu desenvolvimento doutrinal, os ordenamentos jurídicos continentais tem vindo a acolher a figura da responsabilidade pré-contratual, embora de diferentes formas. O Código Civil italiano, à semelhança do caso português no seu artigo 227.º, trata o instituto em termos gerais, consagrando-o através de uma única norma legal, o artigo 1337.º, que dispõe: As partes, no decurso das negociações e na formação do contrato, devem comportar-se segundo a boa-fé. Por sua vez, existem outros ordenamentos jurídicos como o francês e o alemão, que apenas contêm uma norma criada doutrinal ou jurisprudencialmente, tendo-se o legislador limitado a disciplinar algumas hipóteses de “*culpa in contrahendo*”.” EVA SÓNIA MOREIRA DA SILVA, *A responsabilidade pré-contratual por violação...*, p. 17.

²⁴⁰ O Autor questionava-se se no “caso de um contrato ser declarado inválido ou ineficaz por divergência entre a vontade e a declaração, se poderia uma das partes ser indemnizada, nomeadamente devido ao comportamento culposo da outra, sempre que aquela declaração lhe causasse prejuízos”. CHU LAM LAM, *Responsabilidade pré-contratual na modalidade de ruptura de negociações*, Administração n.º 72, Vol. XIX, 2006, p. 753. Disponível em: [file:///E:/Users/L/Downloads/Responsabilidade%20pr%C3%A9-contratual%20na%20modalidade%20de%20ruptura%20das%20negocia%C3%A7%C3%B5es%20\(1\).pdf](file:///E:/Users/L/Downloads/Responsabilidade%20pr%C3%A9-contratual%20na%20modalidade%20de%20ruptura%20das%20negocia%C3%A7%C3%B5es%20(1).pdf)

²⁴¹ EVA SÓNIA MOREIRA DA SILVA, *A responsabilidade pré-contratual por violação...*, p. 18.

Este instituto está previsto no art. 227.º, nº 1 do Código Civil e emerge da violação, por uma das partes, dos deveres impostos pela boa-fé.²⁴²

Nas palavras de Menezes Leitão, tratam-se de “deveres de proteção, que determinam que as partes na fase negocial devem evitar qualquer actuação susceptível de causar danos à outra parte, sejam eles pessoais ou patrimoniais (...); deveres de informação, em especial quanto às circunstâncias que possam ser relevantes para a formação do consenso da outra parte (...); deveres de lealdade, por forma evitar comportamentos que se traduzam numa deslealdade para com a outra parte (...)”.²⁴³

Assim, para Almeida Costa, o instituto da responsabilidade pré-contratual tem como objetivo “proteger a confiança depositada por cada uma das partes na boa-fé da outra e consequentes expectativas que esta lhe cria durante as negociações, quanto à criteriosa condução das mesmas, à futura celebração do negócio ou à sua validade e eficácia”²⁴⁴, de forma que “o princípio da confiança actua como fator de mediação entre o Princípio da Boa-Fé e o instituto da responsabilidade pré-contratual”²⁴⁵.

No ordenamento jurídico português pontuam-se três situações que poderão caracterizar a responsabilidade pré-contratual. São elas: “a celebração de contrato inválido por anomalias ocorridas na sua formação (...); a celebração de contratos válidos, mas em termos tais que o modo de sua celebração gere danos para uma das partes (...); e a interrupção ou ruptura das negociações, impedindo a efetiva celebração do contrato (...)”.²⁴⁶

Relativamente ao já abordado dever de informação, nos parece ser de extrema relevância entender de que maneira sua violação será sancionada pelo ordenamento jurídico. Para tanto, apontamos aqui os requisitos para a caracterização da

²⁴² “A culpa in contrahendo funciona, assim, quando a violação dos deveres de protecção, de informação e de lealdade conduza à frustração da confiança criada na contraparte pela actividade anterior do violador ou quando essa mesma violação retire às negociações o seu sentido substancial profundo de busca de um consenso na formação de um contrato válido, apto a prosseguir o escopo que, em termos de normalidade, as partes lhe atribuem”. ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Da Boa Fé no Direito Civil*, Almedina, Coimbra, 2001, p. 584.

²⁴³ MENEZES LEITÃO, *Direito das Obrigações*, Vol. I, Almedina, Coimbra, 2009, pp. 323-324.

²⁴⁴ MÁRIO JÚLIO DE ALMEIDA COSTA, *A responsabilidade pré-contratual pela ruptura das negociações preparatórias de um contrato*, Revista Legislação e Jurisprudência, ano 116.º, n.º 3708, 1983/1984, p. 33.

²⁴⁵ EVA SÓNIA MOREIRA DA SILVA, *A responsabilidade pré-contratual por violação...*, p. 46.

²⁴⁶ MARIANA FONTES COSTA, *O dever pré-contratual de informação*, Revista da Faculdade de Direito da Universidade do Porto, Porto, 2007, pp. 372-373.

A aquisição indireta de empresas: Share Deal

responsabilidade pré-contratual, quais sejam: a existência de um fato voluntário, ilícito, culposo²⁴⁷ gerador de danos e a existência de nexo de causalidade entre os danos e o fato ilícito.

Verificada a violação dos deveres pré-contratuais, recairá sobre o devedor da informação a responsabilidade pré-contratual e, assim, a obrigação de indemnizar o credor pelos danos a ele causados. Neste sentido, Paulo Mota Pinto aponta que a indemnização do dano “visará colocar o lesado na situação em que estaria se tivesse sido devidamente informado, isto é, se tivesse celebrado outro negócio, mais vantajoso, com o vendedor, e poderá igualmente conduzir, pela via da restauração natural, a uma modificação do negócio”.²⁴⁸

Além da função de proteção patrimonial, é de se entender que a responsabilidade pré-contratual atua também tutelando a autonomia privada das partes. Isso ocorre na medida em que a ausência de informação tira do adquirente a possibilidade de um exercício livre e consciente da vontade de contratar, gerando danos. Assim, a indemnização visa minimizar os efeitos indesejáveis da falta de autonomia.²⁴⁹

Além disso, ainda no âmbito de proteção da autonomia privada das partes, é garantido ao adquirente, a depender da situação concreta, a anulação do negócio viciado, tendo em vista que o negócio não resultou de uma vontade livre e esclarecida. Neste caso, a anulação é retroativa, desvinculando totalmente as partes.

Este instrumento pode ser aplicado ainda que o negócio não se qualifique como venda indireta de empresa, ou seja, pode ser aplicado também à *mera* venda de participações sociais. Além disso, ainda que a principal função deste regime seja tutelar o processo de constituição do contrato, não obstante este ter sido validamente concluído ou não, nada impede que seja aplicável também nos casos em que o contrato já esteja formado.²⁵⁰ Desta forma, visa tutelar o adquirente quanto aos casos em que o vendedor soubesse ou

²⁴⁷ A culpa caracterizadora da responsabilidade pré-contratual assemelha-se à culpa das responsabilidades contratuais e extracontratuais, podendo ser dolosa ou meramente negligente.

²⁴⁸ PAULO MOTA PINTO, *Interesse Contratual Negativo e Interesse Contratual Positivo*, Vol. I e II, Coimbra Editora, Coimbra, 2008, p. 1455.

²⁴⁹ Neste sentido, EVA MOREIRA DA SILVA, *A responsabilidade pré-contratual por violação...*, pp. 58 e ss.

²⁵⁰ Cfr. A. VARELA / PIRES DE LIMA, *Código Civil Anotado*, pp. 215-216 e Acórdão do STJ de 4 de Abril de 2006, Relator Nuno Cameira, processo 06A222. Disponível em <http://www.dgsi.pt/jstj.nsf/954f0ce6ad9dd8b980256b5f003fa814/8457fa514c63b6528025716f004ed06e?OpenDocument>.

devesse saber da existência dos vícios verificados e não informou o adquirente, gerando um desvio no processo formativo da vontade.²⁵¹

Porém, é imprescindível ressaltar que nem todos os casos de omissão de informação caracterizarão a *culpa in contrahendo*. A situação do adquirente poderá afastar a responsabilidade pré-contratual do vendedor, tendo em vista que sobre o adquirente recai o ónus de auto-informação.²⁵²

Neste sentido, Patrícia Afonso Fonseca, aponta que evidenciam a culpa do lesado “(i) o facto de ter sido disponibilizada a informação necessária para que o comprador tomasse conhecimento do vício ou defeito e de este não ter sido rigoroso na sua análise; (ii) o facto de o comprador não ter usado da diligência que lhe era exigida, por exemplo, ao não se ter deslocado para consultar a documentação disponibilizada pelo vendedor ou (iii) de o comprador não ter solicitado os esclarecimentos que um comprador normal e prudente colocado naquela situação teria procurado obter junto ao vendedor.”²⁵³

O que difere o regime do erro do regime da responsabilidade pré-contratual é o fato de que no primeiro a vontade das partes foi corretamente formada, ainda que exista uma desconformidade em relação à situação da sociedade, de forma que o vício verifica-se na fase de execução do contrato, tratando-se, assim, de uma questão relacionada ao incumprimento contratual; enquanto na *culpa in contrahendo* há um fator que impede a livre formação de vontade das partes, conforme já apontado.

Relativamente à Sociedade Financeira Portuguesa, o que se verifica é a ocultação da informação de que o património da sociedade havia sido onerado em face das garantias prestadas, passando a sociedade a possuir um património líquido cujo valor real é expressivamente inferior ao esperado e correspondendo, assim, a um vício na formação da vontade do adquirente. Desta forma, é garantido ao comprador a redução do valor pago ou a restituição do valor correspondente à diferença entre o preço pago e o preço real cujo qual a sociedade passa a representar após a prestação das garantias, tendo em vista que com a redução do património da sociedade, reduz-se também o valor das

²⁵¹ “o modo «normal e são» de construção da vontade consiste em garantir que esta se forma com exacto conhecimento das circunstâncias que a envolvem e sem a intervenção de factores compulsórios externos”. MARIANA FONTES DA COSTA, *O dever pré-contratual de informação*, p. 387.

²⁵² “não há um dever de informar sempre que a contraparte possa, utilizando um grau médio de diligência, obter para si aquelas informações”. EVA SONIA MOREIRA DA SILVA, *A responsabilidade pré-contratual por violação...*, pp. 72 e ss.

²⁵³ PATRÍCIA AFONSO FONSECA, *A negociação de participações de controlo*, p. 37.

participações sociais. Assim, alguns autores entenderam ser este instrumento o que melhor protegeria os interesses do adquirente, tendo em vista a falta grave do dever de informação, devendo, desta forma, recair sobre o alienante o dever de indemnizar todos os danos causados ao comprador.

3.4 Cláusulas típicas

Sendo verificada na transmissão indireta de empresas uma maior liberdade decorrente do princípio da autonomia privada²⁵⁴, as cláusulas são acordadas voluntariamente entre as partes como forma de partilha do risco contratual.

a) Cláusulas de Declarações e Garantias

Muito frequentes nos contratos de compra e venda indireta de empresas, as cláusulas de declarações e garantias²⁵⁵, mais conhecidas no direito anglo-saxónico como *representations*²⁵⁶ and *warranties*²⁵⁷, visam assegurar tanto o objeto direto (participações sociais), como o objeto indireto (empresa societária) do negócio.²⁵⁸ Estas

²⁵⁴ “Está-se aqui no domínio da autonomia privada, pelo que é a vontade das partes, perante as circunstâncias concretas de cada negociação e as necessidades por si sentidas, que dita a conformação do iter negocial”. PAULO CÂMARA/MIGUEL BRITO BASTOS, *O direito da aquisição de empresas: uma introdução*, p. 19.

²⁵⁵ Nas palavras de PATRÍCIA AFONSO FONSECA, “na prática comercial, as declarações de facto («*representations*») são tipicamente acompanhadas pelas garantias («*warranties*») com o objectivo de transmitir para o vendedor a responsabilidade por eventuais divergências entre a realidade e as declarações prestadas.”. Para a Autora, “comprador e vendedor [estariam] a contratualizar as características e qualidades dessa sociedade ou do seu património, assegurando o vendedor que, no momento da celebração do contrato, aquelas qualidades ou características existem”. *A negociação de participações de controlo...*, pp. 38-39.

²⁵⁶ “Statement of fact or law on which the other party relies, normally by entering into a contract”. NEIL ANDREWS, *Contract Rules. Decoding English Law*, Intersentia, Cambridge, 2016, p. 97.

²⁵⁷ “[A] promise that the subject matter corresponds in nature and quality to the description contained in the warranty.” *Idem*, p. 171.

²⁵⁸ O tema foi abordado mais amplamente em Portugal por FÁBIO CASTRO RUSSO, *Das cláusulas de garantia nos contratos de compra e venda de participações sociais de controlo*, Direito das Sociedades em Revista, Ano 2, Almedina, Coimbra, Setembro 2010, pp. 10 e ss. No âmbito do Direito Espanhol, ANGEL CARRASCO PERERA, “Representaciones y Garantías”, in *Régimen Jurídico de las Adquisiciones de Empresas*, Aranzadi y Gomez-Acebo & Pombo, Madrid, 2001, pp. 191-236; JAVIER GARCÍA DE ENTERRÍA, *Las manifestaciones y garantías en el Derecho español*, Universidad Complutense de Madrid, Madrid, 2012; e JUAN AGUAYO, *Las manifestaciones y garantías en el Derecho de contratos español*, Aranzadi, Pamplona, 2011.

cláusulas são relativamente complexas, de forma que visam detalhar as características e condições da sociedade, abrangendo a situação contabilística, financeira, legal, etc. Além disso, regulam a responsabilidade do vendedor caso as garantias não correspondam à realidade desempenhando a função de distribuição de risco, tendo em vista que determinam o que cada uma das partes espera com o negócio, tornando o resultado mais previsível.²⁵⁹

Nas palavras de José Engrácia Antunes, “em sentido estrito, as “*representations*” distinguem-se das “*warranties*”: ao passo que as primeiras constituem fundamentalmente declarações que atestam o estado de facto da empresa societária à data da conclusão do contrato, as últimas visam criar obrigações recíprocas entre as partes relativamente a um conjunto de matérias ou aspectos dessa empresa após aquela conclusão”.²⁶⁰

Neste sentido, as declarações asseguram ao comprador a situação do objeto negocial, enquanto as garantias vinculam as partes juridicamente, de forma que sua violação acarretará responsabilidade.²⁶¹ Isto é, as garantias correspondem à “promessa de que um estado de coisa existe, através da fixação de características ou qualidades de certo bem, ou conjunto de bens, de certos negócios ou de certa situação jurídica, conferindo ao comprador direitos adicionais em relação ao catálogo legal”²⁶². Sendo assim, estão intimamente ligadas à matéria do incumprimento.

Assim, estas cláusulas são fundamentais para tutelar o adquirente e consolidar a responsabilidade do alienante. Da mesma maneira, por meio destas cláusulas as partes acordarão as qualidades da empresa e o resultado esperado da transação comercial, dificultando que posteriormente o adquirente possa vir a invocar o regime do erro sob a justificativa de que esperava outro resultado da aquisição, por exemplo, tendo em vista que tudo já está expressamente acordado no contrato.

²⁵⁹ Nas palavras de CLEMENTE V. GALVÃO, “como principais características destas cláusulas, destaca-se o facto de serem relativamente complexas, com uma descrição muito detalhada das características e condições da sociedade em causa (situação financeira, legal, contabilística, etc.), e conterem também, em regra, uma regulamentação pormenorizada do regime de responsabilidade do vendedor caso as mesmas não correspondam à realidade”. *Conteúdo e incumprimento do contrato de compra e venda...*, p. 10.

²⁶⁰ JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, *A empresa como objecto de negócios*, p. 783.

²⁶¹ PAULO CÂMARA/MIGUEL BRITO BASTOS, *O Direito da aquisição de empresas: uma introdução*, pp. 38-39.

²⁶² CATARINA MONTEIRO PIRES, *Aquisições de empresas e de participações acionistas*, p. 63.

A aquisição indireta de empresas: Share Deal

Pode-se diferenciar as garantias em *garantias formais* e *garantias económicas*. As primeiras relacionam-se às participações sociais e circunstâncias relacionadas a elas, bem como à capacidade e poderes do vendedor e seus representantes para a celebração do contrato. Já as segundas referem-se à sociedade-alvo e a gestão interna da empresa e visam assegurar suas características e qualidades, isto é, visam atestar a situação financeira, patrimonial e reditícia da empresa.²⁶³

Importante salientar que o alienante assume a responsabilidade caso não se verifique a situação garantida, ainda que não haja culpa. Desta forma, o Supremo Tribunal de Justiça²⁶⁴ seguiu o entendimento de Fábio Castro Russo²⁶⁵, segundo o qual “o devedor (o vendedor) responde pelas eventuais divergências entre o que declara e a realidade haja o que houver, ou seja, o vendedor assume plenamente o risco da não verificação da situação garantida, independentemente de culpa da sua parte, o que é admissível à luz da liberdade contratual (art. 405.º do CC)”.²⁶⁶

Entendeu-se, assim, que “não existindo incumprimento em sentido clássico, a violação da cláusula de garantia não gera um dever de indemnizar na aceção do regime legal da responsabilidade civil, mas apenas um dever de prestar em sentido estrito, correspondente à diferença entre o valor económico-financeiro da sociedade garantido pelas recorridas através das contas apresentadas e o seu valor real, que teria determinado o preço do negócio”.²⁶⁷

Além disso, para a estipulação de tais cláusulas é necessário que o adquirente possua um certo conhecimento prévio sobre a empresa a ser adquirida, de forma a tornar as cláusulas o mais detalhadas possível. Sendo assim, a *Due Diligence* exercerá um papel importante na tutela do comprador que, possuindo as informações adquiridas por meio

²⁶³ JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, *A empresa como objecto de negócios*, pp. 784-785.

²⁶⁴ “A cláusula de garantia não se reconduz a qualquer obrigação de comportamento, mas à assunção do risco da desconformidade entre a situação declarada e a real situação das sociedades objeto do negócio”. Ac. Do STJ de 1 de Março de 2016, Relator Fernandes do Vale. Processo n.º 4915/04.9TVLSB.L1.S1.

²⁶⁵ FÁBIO CASTRO RUSSO, *Das cláusulas de garantia nos contratos de compra e venda de participações sociais de controlo*, p. 132.

²⁶⁶ Importante salientar que a incondicionalidade salientada pelo Tribunal não dispensa uma análise do contrato, bem como não firma um carácter absoluto da responsabilidade objetiva.

²⁶⁷ O STJ não aplicou o conceito de “*Prejuízos*” estabelecido contratualmente, bem como também não aplicou a regra legal do art. 564.º do Código Civil, a qual estabelece que a indemnização “compreende não só o prejuízo causado, como os benefícios que o lesado deixou de obter”. Para o STJ, o direito atribuído aos compradores corresponde “à diferença entre o valor económico-financeiro da sociedade garantido pelas recorridas através das contas apresentadas e o seu valor real, que teria determinado o preço do negócio”.

da auditoria, se acautelará de qualquer vício que possa vir a surgir e, desta forma, transferirá o risco para o alienante.

As cláusulas devem estar inseridas no contrato, sendo que a ausência de cláusulas de garantia não implica ausência de tutela sobre o adquirente: as cláusulas de garantia apenas constituem um reforço à tutela já garantida ao comprador por meio do princípio da boa-fé. Assim, por meio das “cláusulas de não garantia” o vendedor deixa de assegurar certas qualidades do bem alienado podendo, até mesmo, deixar de assegurar qualquer qualidade àquele bem.²⁶⁸ Ainda que sejam estipuladas no interesse do alienante, o adquirente pode também se beneficiar destas cláusulas por meio de redução do preço acordado tendo, no entanto, o ônus de auto informação acrescido.²⁶⁹

Uma questão muito debatida é a de saber se as cláusulas de garantia integram o regime dos artigos 905.º e 913.º do Código Civil, dando uma proteção acrescida à proteção já tutelada nestes artigos, ou se são independentes deste regime e constituem obrigações de garantias autónomas.

Segundo o entendimento de António Pinto Monteiro e Paulo Mota Pinto, estas cláusulas podem, de forma indireta, limitar a responsabilidade. Em sentido contrário, porém, Clemente Galvão entende que estas cláusulas integram o regime dos artigos 905.º e 913.º do Código Civil, tendo em vista que os artigos constituem “normas de reconhecimento (...) que integram o conteúdo do negócio jurídico e atribuem determinados efeitos às declarações negociais das partes”, da mesma maneira que atuam as cláusulas de declaração e garantia, as quais servem para interpretar “a vontade das partes relativamente ao objeto do negócio e às qualidades do mesmo, diminuindo em proporção a liberdade de interpretação sobre o conteúdo do contrato ao abrigo dos critérios definidos nos mesmos artigos”.²⁷⁰

Tendo em vista que as cláusulas de garantia servem às mesmas funções dos artigos supracitados, conforme apontou o Autor, é de se entender que tais cláusulas integram

²⁶⁸ ANTÓNIO TELES e CARMONA DIAS mencionam as “cláusulas ditas *tal e qual*”, segundo as quais “o comprador adquire o bem *tal e qual* ele é ou está, ou *por sua conta e risco*, sem que o vendedor responda por quaisquer aptidões, qualidades ou resultados”. *Garantia na Alienação de Empresas*, p. 98.

²⁶⁹ As cláusulas de “não garantia” não constituem uma violação aos deveres do alienante, nem ao art. 809.º. O alienante apenas deixa de se vincular à existência de determinadas situações, podendo o adquirente, ao abrigo da autonomia privada, rejeitar o contrato ou a cláusula. Além disso, o adquirente continuará estando protegido pelo regime do erro por dolo do vendedor, nos termos do art. 254.º. Neste sentido, CLEMENTE V. GALVÃO, *Conteúdo e incumprimento...*, pp. 12 e ss.

²⁷⁰ Idem, p. 10.

este regime, uma vez que seu principal objetivo é suprir as insuficiências e inadequações do regime da garantia edilícia.

Cumpra ainda destacar que as cláusulas de declarações e garantias possuem um limite temporal, mais conhecido como “*survival period*”, segundo o qual as cláusulas estarão válidas. Tendo em vista que destas cláusulas resulta uma responsabilidade contratual para o vendedor, este não poderia estar vinculado por tempo indefinido. Assim, é estabelecido um prazo – geralmente de 1 a 3 anos – para que o adquirente possa exercer seu direito caso as declarações e garantias não correspondam à realidade. Este prazo não se aplica, porém, às questões de matéria fiscal e de segurança social, segundo as quais a responsabilidade do vendedor se estende até o termo do prazo de caducidade ou prescrição legal.

Não se pode deixar de mencionar as cláusulas de “*best knowledge*”²⁷¹, as quais enfraquecem ou limitam as garantias, que estão agora condicionadas ao “melhor conhecimento” do vendedor. Isto é, o vendedor declara que, segundo o seu melhor conhecimento, ou segundo o melhor conhecimento das pessoas relacionadas à sua esfera, um certo estado de coisas existe. Assim, nos casos em que o vendedor utilizou a diligência devida e, ainda assim, não teve conhecimento sobre a desconformidade existente entre a garantia e a realidade, não responderá perante o adquirente. Apenas responderá quando não tiver utilizado a diligência devida e, por isso, não teve conhecimento sobre determinado fato.²⁷²

Pode-se ainda utilizar cláusulas de limitação máxima da responsabilidade civil do vendedor por violação das garantias (“*liability cap*”), limitando-se pelo preço do contrato ou pela percentagem do mesmo. No entanto, estas cláusulas de limitação não se confundem com as cláusulas de “*basket amount*”, as quais se reportam ao montante da responsabilidade, definindo um montante mínimo de danos, fixado com referência do preço contratual.²⁷³

²⁷¹ Para maiores desenvolvimentos, NEIL SINCLAIR, *Warranties and Indemnities on Share and Asset Sales*, Sweet & Maxwell, London, 2001, pp. 44-46.

²⁷² CATARINA MONTEIRO PIRES, *Aquisições de empresas e de participações acionistas*, p. 78-79.

²⁷³ *Idem*, p. 79-80.

b) Cláusulas de determinação e revisão do preço

Tendo em vista o elevado valor e a complexidade dos negócios de compra e venda indireta de empresas, é frequente a utilização de cláusulas de revisão²⁷⁴ ou ajustamento do preço (“*purchase price adjustments*”)²⁷⁵, de forma a repartir o risco entre as partes e tutelar o adquirente.

Estas cláusulas estão diretamente relacionadas à obrigação pecuniária de pagamento do preço que recai sobre o adquirente, nos termos dos artigos 550.º e 879.º, c) do Código Civil.

Tendo em vista que o preço e o valor da empresa nem sempre serão coincidentes, faz-se relevante, primeiramente, diferencia-los. Desta forma, o primeiro resulta simplesmente da autonomia da vontade das partes, isto é, resulta do acordo entre as partes. Por outro lado, a determinação do valor da empresa não é um procedimento simples, sendo resultado de uma avaliação económica da empresa. Assim, o valor é, em geral, determinado com base no balanço da empresa ou em outros documentos contabilísticos da sociedade, podendo ainda ser realizada uma segunda verificação do preço, que poderá levar à sua revisão e alteração do preço anteriormente determinado.

Tratando-se especificamente das aquisições de participações sociais equiparáveis a aquisições diretas de empresa, deve-se atentar que o preço a ser pago pela totalidade ou maioria das participações sociais será superior ao preço das participações sociais, caso fossem adquiridas separadamente, tendo em vista que a *mera* aquisição de participações sociais não investiria o adquirente em uma posição de controlo da sociedade, conforme já apontado anteriormente.²⁷⁶

Assim, conforme aponta José Engrácia Antunes, a determinação do preço poderá ser acordada de duas maneiras: a primeira “consiste na determinação directa do preço, convencionando logo as partes um *quantum* certo ou uma cifra pecuniária fixa”, enquanto a outra “consiste na determinação indirecta ou mediata do preço, sendo a

²⁷⁴ Cfr. ALEXANDRE SOVERAL MARTINS, “Transmissão de participações de controlo e cláusulas de revisão do preço”, in *I Congresso Direito das Sociedades em Revista*, coord. Pedro Pais de Vasconcelos, J. M. Coutinho de Abreu e Rui Pinto Duarte, Almedina, Coimbra, 2011.

²⁷⁵ Cfr. FERNANDO OLIVEIRA E SÁ, “A determinação contingente do preço de aquisição de uma empresa através de cláusulas *earn-out*”, in *Aquisição de empresas*, Coimbra Editora/Sérvulo, Coimbra, 2011.

²⁷⁶ JORGE MANUEL COUTINHO DE ABREU, *Da empresarialidade...*, pp. 351-352 e ANTÓNIO PINTO MONTEIRO / PAULO MOTA PINTO, *Compra e Venda de Empresa...*, pp. 699 - 705.

fixação do *quantum* pecuniário abandonada para momento futuro segundo critérios estabelecidos pelas próprias partes ou terceiros”.²⁷⁷

No âmbito da modalidade indireta de determinação do preço surgem as cláusulas *earn-out*, que “apresentam o facto de deixarem a determinação do preço de aquisição para um momento posterior ao da celebração do contrato, empurrando, assim, a sua fixação final para um momento que as partes entendem refletir o valor da empresa adquirida”, conforme aponta Fernando Oliveira e Sá.²⁷⁸ Estas cláusulas garantem às partes o direito de acordar o preço após a verificação de determinados resultados ou acontecimentos, sejam eles de natureza jurídica, económica ou material, podendo estar condicionado a rendimentos esperados da empresa, obtenção de registo de patentes, entre outros. Assim, são especialmente importantes, pois “reparte-se com maior equidade o risco, porque nem o vendedor garante resultados cuja verificação não controla, nem o comprador paga por expectativas não realizáveis”.²⁷⁹

Desta forma, tais cláusulas caracterizam-se pela incerteza do preço no momento do *closing*, sendo o pagamento de outras quantias condicionado à verificação de acontecimentos futuros e incertos²⁸⁰, que refletem às expectativas das partes quanto à empresa alienada.²⁸¹ Tais eventos referem-se ao cumprimento ou à realização de uma possível performance financeira ou verificação de elementos jurídicos (ou de outro cariz) da empresa, por um determinado período de tempo a ser definido pelas partes²⁸².

Assim, frequentemente condiciona-se o pagamento da parcela adicional do preço ao crescimento das vendas, do lucro ou do EBTIDA²⁸³, podendo também estar condicionado à obtenção de licenças administrativas ou de registos de patentes, à

²⁷⁷ JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, *A empresa como objecto de negócios*, pp. 770-772.

²⁷⁸ Para o Autor, estas cláusulas representam “estipulações negociais que condicionam a determinação do preço de aquisição de empresa, total ou parcial, à verificação, dentro de determinado período, de certos resultados ou acontecimentos, sejam estes de natureza jurídica, económica ou material”. *A determinação continente do preço de aquisição de uma empresa através de cláusulas earn-out*, p. 402.

²⁷⁹ *Idem*, p. 404.

²⁸⁰ Assim, entendemos se tratar de condições suspensivas, as quais poderão ser positivas, observando-se “uma alteração da situação existente” ou negativas, implicando a “manutenção dum estado de coisas”, conforme aponta LUÍS A. CARVALHO FERNANDES, *Teoria Geral do Direito Civil: Fontes, conteúdo e garantia da relação jurídica*, Vol. II, Universidade Católica Portuguesa, Lisboa, 5ª Ed., 2010, pp. 424-425.

²⁸¹ MATTHEW D. CAIN / DAVID J. DENIS / DIANE K. DENIS, *Earnouts: A Study of Financial Contracting in Acquisition Agreements*, *Journal of Accounting & Economics (JAE)*, Forthcoming, Maio/2010, p. 13. Disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=899094.

²⁸² “*Earnout period*”, período estipulado pelas partes para que as condições para o pagamento do preço contingente devam se realizar.

²⁸³ *Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*.

permanência de determinados trabalhadores na empresa ou a obtenção de fundos para investimentos, por exemplo.

Importante referir que a verificação ou não verificação da condição estipulada para o pagamento do preço beneficiará uma das partes e prejudicará outra, podendo o alienante ter de devolver parte do preço pago pelo adquirente caso a condição não se verifique ou, ao contrário, o adquirente pode ter de realizar um pagamento maior ao alienante caso se verifique um melhor desempenho da empresa, por exemplo. Sendo assim, deverão ser estabelecidos deveres de cooperação entre as partes, uma vez que as partes podem adotar comportamentos que coloquem em risco a verificação das condições e, assim, evitem o próprio prejuízo.

Neste sentido, o artigo 275.º, n.º 2 do Código Civil restringe os comportamentos estratégicos das partes, determinando que a condição será considerada verificada quando “for impedida, contra as regras da boa-fé, por aquele a quem a prejudica”, bem como será considerada não verificada “se for provocada, nos mesmos termos, por aquele a quem aproveita”.

As cláusulas *earnout* não se confundem, porém, com as cláusulas de revisão de preço, que visam acautelar as situações em que decorre um longo período de tempo entre a fixação do preço e o efetivo fechamento do contrato, podendo ser verificadas alterações substanciais na empresa e na sociedade, bem como resguardam situações em que o preço determinado é inferior ou superior ao esperado.

Por fim, resta apontar que a determinação do preço, bem como a estipulação destas cláusulas, estão intimamente conectadas com acesso à informação sendo a *due diligence*, conforme já analisado anteriormente, de extrema relevância e necessidade para a determinação de vontade das partes.²⁸⁴

c) Cláusulas relativas a alterações depreciativas (*Material Adverse Change – MAC*)

Conforme analisado anteriormente, no que concerne à celebração do contrato de compra e venda indireta de empresas, há um hiato entre sua celebração (*signing*) e sua efetiva

²⁸⁴ Nas palavras de CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA, a informação tem “um valor transacionável, que confere significativo poder negocial”. *Contratos I – Conceitos, fontes, formação*, Almedina, Coimbra, 5ª Ed., 2017, p. 230.

conclusão (*closing*) de forma que, ainda que o contrato tenha sido celebrado, não passa a produzir efeitos imediatamente.²⁸⁵ Assim, as cláusulas a serem abordadas neste tópico tutelam as alterações circunstanciais que possam vir a ocorrer neste espaço de tempo.²⁸⁶

Reconhece-se a relevância destas cláusulas, desde logo, por serem mais abrangentes do que as *representations* e *warranties*. Além disso, as informações obtidas durante a auditoria reportam-se tão somente até a assinatura do contrato, de forma que as partes não conseguem antever todas as alterações que possam vir a ocorrer após este momento.²⁸⁷

Desta forma, as cláusulas conhecidas como *Material Adverse Change* garantem ao adquirente a possibilidade de rescindir o contrato e não concluir o negócio jurídico na hipótese de se verificarem alterações relevantes na empresa, que a impactem negativamente. Assim, pode-se dizer que estas cláusulas condicionam a efetiva transmissão da empresa à verificação, ou não, de determinadas situações, permitindo uma melhor distribuição do risco e garantindo ao adquirente a possibilidade de resolução do contrato, redução do preço ou, ainda, direito a indemnização, quando se verificarem alterações depreciativas na situação da empresa ou sociedade.²⁸⁸

Tratam-se, em sua maioria, de cláusulas relativas a eventos relacionados à sociedade-alvo; ao mercado em que a empresa atua; ao adquirente; e a eventos de força maior.²⁸⁹

Além disso, as cláusulas podem ter caráter suspensivo ou resolutivo²⁹⁰, conforme determinação das partes consoante à execução do contrato e a transmissão da empresa. Serão suspensivas quando a execução do contrato for diferida para momento posterior, desde que até lá (não) se verifique a materialização de determinado evento futuro e

²⁸⁵ ANDREW A. SCHWARTZ, *A Standard Clause Analysis of the Frustration Doctrine and the material adverse change clause*, Legal Studies Research Paper Series, n.º 09-15, 2009, p. 34. Disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1466131.

²⁸⁶ ANTONIO J. MACIAS, *Risk Allocation and Flexibility in Acquisitions: The Economic Impact of Material-Adverse-Change (MACs) Clauses*, Abril/2009, p. 1. Disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1108792.

²⁸⁷ FERNANDO OLIVEIRA E SÁ, “Cláusulas Material Adverse Change (MAC) em Contratos de Compra e Venda de Empresas”, in *Direito Comercial e das Sociedades, Estudos em memória do Professor Paulo M. Sendim*, Faculdade de Direito da Universidade Católica Portuguesa, Lisboa, 2012, pp. 428-430.

²⁸⁸ ANTONIO J. MACIAS, *Risk Allocation and Flexibility in Acquisitions*, p. 5.

²⁸⁹ KLAUS J. HOPT, “Cláusulas de cambio adverso sustancial (Material Adverse Change – MAC)”, in *El derecho de mercado de valores y de adquisición de acciones cotizadas, Estudios de derecho de sociedades y del mercado de valores*, Marcial Pons, Madrid, 2010, pp. 568-569.

²⁹⁰ Nos termos do art. 270.º do Código Civil, “as partes podem subordinar a um acontecimento futuro e incerto a produção dos efeitos do negócio jurídico ou a sua resolução: no primeiro caso, diz-se suspensiva a condição; no segundo, resolutiva”.

incerto; e resolutive quando determinarem que a materialização de determinado evento futuro e incerto até o momento do *closing* resolverá ou extinguirá o negócio jurídico, conforme dispõem os artigos 270.º e ss. do Código Civil.²⁹¹

Já relativamente ao regime da alteração das circunstâncias, previsto no artigo 437.º do Código Civil, faz-se importante salientar que para que a resolução ou modificação do contrato se justifique é necessário que a alteração circunstancial seja anormal e exagerada, em comparação ao que foi acordado, violando o princípio da boa-fé contratual.²⁹² No entanto, este regime pode ser afastado pela livre vontade das partes, desde que sejam estipuladas cláusulas de distribuição do risco.

As cláusulas MAC podem ser divididas em duas modalidades: genéricas e específicas. As primeiras apresentam maior amplitude e consequentemente abrangem não apenas o regime da alteração das circunstâncias, abarcando outras realidades que ficariam excluídas deste instituto. Já as cláusulas específicas têm extensão limitada e são divididas em *inclusions* e *crave-outs*. As denominadas *inclusions* limitam o risco do adquirente, na medida em que é elaborada uma lista exemplificativa de situações que constituem uma alteração material adversa, de forma a suprir as insuficiências das *representations and warranties*. Já as *crave-outs* tutelam o alienante, tendo em vista que descrevem as situações que não constituem uma alteração material adversa, transmitindo parcialmente ao adquirente os riscos que o alienante deveria assumir com as cláusulas sobre alterações depreciativas.²⁹³

²⁹¹ “No caso de a cláusula MAC ser configurada como condição suspensiva à verificação do evento depreciativo, tem como efeito a ineficácia do negócio. Verificado o evento negativo, o adquirente nunca ficará sujeito às vinculações contratuais. No caso de Cláusulas MAC de tipo resolutive, a sua verificação antes do *closing* tem como consequência a extinção retroactiva e automática do negócio (cf. artigo 276.º CC).” PAULO CÂMARA/ MIGUEL BRITO BASTOS, *O Direito da aquisição de empresas: uma introdução*, p. 46.

²⁹² Atribui-se à parte prejudicada o direito de resolver o contrato e extingui-lo através de declaração unilateral, com efeitos *ex nunc*. No entanto, pode a parte contrária se opor ao pedido, declarando aceitar a modificação do contrato.

²⁹³ Segundo o entendimento de FERNANDO OLIVEIRA E SÁ, ainda que as partes se utilizem da autonomia privada para estipular estas cláusulas, o regime da alteração das circunstâncias não poderá ser completamente afastado, tendo em vista que seu objetivo é amparar as partes no caso de materialização de alterações excepcionais ou imprevisíveis que possam afetar negativamente o negócio jurídico. *Cláusulas Material Adverse Change (MAC) em Contratos de Compra e Venda de Empresas*, p. 439.

4. Conclusão

Frente a todo o exposto, compete-nos agora assinalar os principais pontos conclusivos relativos às transmissões indiretas de empresa e às situações de incumprimento contratual comumente verificadas neste tipo negocial.

Conforme visto, as transmissões empresarias são pautadas pela liberdade de iniciativa económica e podem ser realizadas pelos mais diversos negócios jurídicos, desde o trespasse e locação – modalidades de transmissões diretas (“*asset deals*”), até a compra e venda de participações sociais de controlo – principal modalidade de transmissões indiretas de empresas (“*share deals*”).

As diferenças entre as transmissões diretas e indiretas residem, desde logo, no fato de que empresas individuais apenas podem ser transmitidas por meio dos mecanismos de aquisição direta, enquanto as empresas coletivas, isto é, aquelas exploradas e organizadas sob a forma societária, podem ser negociadas tanto pelos mecanismos diretos, como indiretos. Além disso, o objeto do negócio diferencia-se de forma que, nas primeiras, o objeto é a própria empresa, enquanto nas segundas, o objeto do negócio são as participações sociais da sociedade detentora da empresa. Sendo assim, enquanto nas transmissões diretas adquire-se a propriedade e a titularidade sobre uma esfera jurídica complexa – o estabelecimento –, nas transmissões indiretas, adquire-se a titularidade sobre um conjunto de direitos e deveres indexados à realidade subjacente às participações sociais, ou seja, adquire-se a titularidade económica da empresa, passando o adquirente a ocupar uma posição de controlo sobre o capital social e governo desta.

Muito diferenciam-se também quanto aos requisitos formais e substanciais previstos para cada modalidade de transmissão, de forma que caberá às partes realizar uma análise para definir o melhor método de transmissão empresarial. Neste sentido, as transmissões indiretas destacam-se por garantirem maior liberdade contratual aos contratantes. Aqui destacamos a transferência da totalidade dos ativos e passivos da empresa ao adquirente: nas transmissões diretas, as regras juscivilistas regulam a matéria, sendo necessário um acordo expreso ou tácito para que os direitos empresariais exploracionais, bem como as obrigações exploracionais se transfiram ao adquirente. Diferentemente, nas transmissões indiretas, os ativos e passivos são instantaneamente transmitidos ao adquirente.

A aquisição indireta de empresas: Share Deal

Como se sabe, a aquisição de participações sociais se realiza por meio da transmissão de frações do capital social da sociedade detentora da empresa. No entanto, não se pode deixar de destacar que a *mera* aquisição de participações sociais, ou seja, a aquisição de participações sociais minoritárias não caracterizará uma transmissão empresarial, tendo em vista que não investirá o adquirente em uma posição de controlo sobre a empresa. Isto é, a *mera* aquisição de participações sociais não permite que o adquirente imponha, sozinho, sua vontade no âmbito dos órgãos sociais e na gestão da empresa. Sendo assim, para que a transmissão se verifique é necessário que se adquira participações sociais maioritárias ou de controlo de forma que ao adquirente seja atribuído poder jurídico de controlo sobre a sociedade comercial detentora da empresa em causa.

No entanto, para que a transmissão indireta por meio da aquisição de participações sociais seja equiparável às transmissões diretas, três critérios cumulativos devem ser atendidos, quais sejam: morfologia do poder de controlo societário; vontade das partes; e fundamento das normas legais aplicáveis.²⁹⁴

Muito se discute quanto a percentagem atendível para que se caracterize uma aquisição de participações sociais maioritárias ou de controlo. Parece-nos impossível, porém, encontrar um limite numérico exato que regule todas as aquisições, tendo em vista que “a importância do capital social detido varia muito com as circunstâncias de cada sociedade e, designadamente, com os acordos parassociais, com a maior ou menor dispersão do restante capital, com a organização e iniciativa dos restantes acionistas”, conforme apontaram António Pinto Monteiro e Paulo Mota Pinto.²⁹⁵

Entendemos, assim, que a doutrina portuguesa tem enquadrado corretamente a questão: não se pode deixar de considerar o critério quantitativo, sendo necessário, no entanto, considerar-se critérios qualitativos. Neste sentido, concluímos ser fundamental a interpretação da vontade das partes, sendo indispensável que o objetivo último das partes envolvidas no contrato seja claro e inequívoco, não restando dúvidas de que a causa negocial do contrato de compra e venda de participações sociais é, por fim, a transferência empresarial.

²⁹⁴ JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, *A empresa como objecto de negócios*, pp. 679-734.

²⁹⁵ ANTÓNIO PINTO MONTEIRO / PAULO MOTA PINTO, *A Venda de Participações Sociais como Venda de Empresa...*, p. 702.

A aquisição indireta de empresas: Share Deal

Isto posto, ainda que o objeto do negócio não seja a empresa e o sócio controlador não configure como proprietário da mesma, a propriedade económica não pode ser ignorada. Além disso, mesmo que o poder jurídico de disposição do sócio controlador seja indireto e limitado, ele possui o poder de determinar a composição da administração, o que lhe garante a posição de maior influência sobre a sociedade e, consequentemente, sobre a empresa. Neste sentido, não nos parece razoável que a aquisição de participações sociais de controlo não seja tratada como uma verdadeira aquisição de empresa, quando verificados os requisitos para a equiparação. Quando tal suceder, o alienante responderá por qualquer desconformidade em relação à empresa e o adquirente receberá a devida proteção.

Conforme se verificou, os negócios jurídicos indiretos de transmissão de empresas são regidos pela autonomia privada das partes. No entanto, a liberdade contratual nunca devera exceder a boa-fé contratual, de forma que as partes responderão pelos danos que culposamente causarem à outra parte. Neste sentido, tendo em vista a extensa e exaustiva regulamentação contratual nestes procedimentos, estes negócios transmissivos empresariais são precedidos de um período pré-contratual, em que se celebram os acordos preliminares, também conhecidos como “cartas de intenção”, em que as partes manifestam suas vontades e estipulam aspetos relevantes para a negociação, tais como a boa-fé, termos e condições, auditorias, entre outros.

Relativamente às auditorias, concluímos ser de suma importância sua realização, tendo em vista a acentuada assimetria informativa encontrada nos processos de transmissão de empresas. Este procedimento visa avaliar o objeto da venda por meio da realização de um exame detalhado e cuidadoso da empresa visada, de forma que a decisão de adquirir seja fundada em uma informação correta e verdadeira, sob pena de vício sob a vontade de adquirir.

No entanto, faz-se relevante destacar que apesar recair sobre o alienante o dever de informação, o adquirente não está livre da responsabilidade de se auto-informar, devendo buscar se informar com a diligência devida esperada de uma pessoa que busca adquirir uma empresa, ainda que este não seja um dever jurídico. Neste sentido, José Engrácia Antunes refere que o alienante “se encontra genericamente vinculado a informar o adquirente, de forma verdadeira e completa, sobre o estado jurídico, patrimonial e financeiro geral da empresa, de modo a permitir (...) formar correcta e

livremente a sua vontade sobre o objeto e causa do negócio”. Relativamente ao adquirente, o Autor refere que “não apenas o alienante tem o dever de informar, mas também o adquirente tem o dever de se informar dos dados da empresa social que sejam objeto de publicidade legal (...) relativamente aos quais não lhe será lícito, em princípio, alegar desconhecimento”.²⁹⁶

Ainda sobre o dever de informação, apenas se poderá falar em culpa do lesado quando se puder comprovar que o alienante se propôs a fornecer informações ao adquirente e que este se recusou a recebê-la, ou a ignorou. No entanto, optando o adquirente por realizar uma *Due Diligence*, o ónus deste dever recairá sobre ele, de forma que ele não poderá se utilizar de eventuais proteções que lhe seriam concedidas em caso de desconformidade entre a coisa vendida e a coisa efetivamente entregue, tendo em vista que ele teve acesso à todas as informações que buscou. Desta forma, a responsabilidade do alienante pode ser atenuada ou até mesmo excluída, caso se verifique que o adquirente poderia ter tido conhecimento do vício.

Assim, fala-se em incumprimento contratual quando tais desconformidades se verificam ou quando forem constatados vícios jurídicos ou materiais da empresa adquirida, que antes estavam ocultos. Neste sentido, devido à dimensão económica das operações de transmissão de empresa, fez-se necessário um regime jurídico que tutelasse as partes e repartisse os riscos, de forma a garantir os direitos de ambas as partes. Destacamos aqui o regime da compra e venda de bens onerados e defeituosos; regime do erro sobre a base do negócio; e a *culpa in contrahendo*.

Verificou-se, por meio de uma breve análise do caso da Sociedade Financeira Portuguesa, bem como por meio do estudo de cada regime, que ainda que estes regimes jurídicos sejam aptos a solucionar situações de incumprimento, nem todos protegem, de forma efetiva, os interesses das partes, sendo este um ponto de intenso debate e divergência na doutrina.

Neste sentido, o regime da compra e venda de bens onerados será aplicável quando o direito transmitido estiver submetido a algum ónus ou limitação, principalmente quando estiver condicionado a terceiros – entendemos tratar-se aqui de vícios relativos aos direitos e obrigações resultantes da aquisição das participações sociais. Já o regime de

²⁹⁶ JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, *A empresa como objecto de negócios*, p. 764-766.

A aquisição indireta de empresas: Share Deal

bens defeituosos refere-se a vícios materiais ocultos, que incidem sobre a coisa objeto do contrato e afetam a função económico-produtiva da empresa, ou quando esteja em desconformidade com aquilo que foi acordado. Questiona-se aqui, relativamente ao regime dos bens defeituosos, se este seria aplicável à aquisição de participações sociais maioritárias ou de controlo tendo em vista que, neste caso, adquire-se a titularidade económica e não a propriedade do estabelecimento comercial, isto é, o objeto do contrato são as participações sociais, não a empresa. Considera-se, para estes efeitos, as participações sociais como *coisa*? Como incidiriam vícios materiais sobre as participações sociais adquiridas? Cremos que, presentes os requisitos para a equiparação e concluindo-se pela aquisição de empresa por meio da aquisição de participações sociais, esta questão encontra-se superada.

Estes regimes diferenciam-se quanto à proteção oferecida, sendo que o primeiro garante o direito à indemnização do comprador no caso de simples erro, enquanto este direito não é atribuído no caso da venda de bens defeituosos. Além disso, em ambos os casos é atribuído ao comprador a possibilidade de anulação do contrato, permitindo sua desvinculação frente à restituição de tudo o que foi prestado pelas partes, ou o valor correspondente. O adquirente tem ainda o direito à redução do preço motivada pela desvalorização em decorrência do vício em causa, sendo também conferido ao comprador o direito de exigir que o alienante sane o vício existente, mediante expurgação dos ónus ou limitações, ou, ainda, através da reparação ou substituição da coisa vendida. Conclui-se, no entanto, pela inviabilidade da substituição, tendo em vista que a empresa é um bem infungível e possui características únicas. Por fim, o adquirente dispõe ainda do direito a indemnização, que visa reconstituir a situação como se o vício não houvesse existido.

O regime do erro sobre a base do negócio será utilizado quando se verificarem alterações circunstanciais que interfiram na vontade de qualquer das partes em contratar, relativamente aos motivos ou ao objeto do negócio. Este regime visa reduzir o preço acordado em face do erro, afastando a anulabilidade do contrato. Já a *culpa in contrahendo* deriva da violação do dever de informação por parte do vendedor e garante ao adquirente uma indemnização com objetivo de coloca-lo “na situação que estaria se

A aquisição indireta de empresas: Share Deal

tivesse sido devidamente informado, isto é, se tivesse celebrado outro negócio, mais vantajoso com o vendedor”²⁹⁷, possibilitando também a modificação do contrato.

Acerca destes regimes, concluímos ser o regime da venda de bens defeituosos ou onerados o mais vantajoso, tendo em vista que garantem ao lesado uma vasta gama de meios de reação, desde a anulação do contrato até a redução do preço e indemnização, enquanto a *culpa in contrahendo* apenas oferece ao lesado a via indemnizatória, bem como no erro sobre a base do negócio, que confere ainda a possibilidade de modificação do contrato. O regime da venda de bens onerados ou defeituosos permite ainda a resolução do contrato nos casos em que não há culpa do vendedor, o que não é possível nos outros regimes. Além disso, este regime mostra-se particularmente pertinente aos casos em que as partes não estipularam, através de cláusulas, as qualidades da empresa.

Sendo assim, em decorrência da grande liberdade contratual atribuída às partes por força do já mencionado princípio da autonomia privada, estas podem ainda, voluntariamente, estipular garantias, que correspondem à “promessa de que um estado de coisa existe, através da fixação de características ou qualidades de certo bem, ou conjunto de bens, de certos negócios ou de certa situação jurídica, conferindo ao comprador direitos adicionais em relação ao catálogo legal”.²⁹⁸ As garantias acordadas visam proporcionar maior segurança jurídica, acautelar as situações de incumprimento, bem como repartir o risco contratual.

Concluimos, portanto, que as cláusulas de garantia servem às mesmas funções dos artigos 905.º e 913.º, de forma que integram o regime dos artigos, dando uma proteção acrescida às partes e suprimindo as insuficiências e inadequações do regime da garantia edilícia. Destacamos aqui as *representations and warranties*; cláusulas de determinação e revisão do preço; e cláusulas relativas a alterações depreciativas.

²⁹⁷ PAULO MOTA PINTO, *Interesse*, II, p. 1455.

²⁹⁸ CATARINA MONTEIRO PIRES, *Aquisições de empresas e participações acionistas*, p. 63.

5. Referências Bibliográficas

AA.VV.

Acquisition of Shares in a Foreign Country: Substantive Law and Legal Opinions, Graham & Trotman, London, 1993.

ABREU, Jorge Manuel Coutinho de

Da Empresarialidade. As Empresas no Direito, Almedina, Coimbra, 1996.

Curso de Direito Comercial, Vol. I, (Introdução, Actos de Comércio, Comerciantes, Empresas, Sinais Distintivos), 8.ª Ed., Almedina, Coimbra, 2011.

Curso de Direito Comercial, Vol. II, Das Sociedades, 4ª Ed., Almedina, Coimbra, 2012.

AGUAYO, Juan

Las manifestaciones y garantías en el Derecho de contratos español, Aranzadi, Pamplona, 2011.

ALARCÃO, Rui de

Direito das Obrigações, Policopiada, Coimbra, 1983.

ALMEIDA, A. Pereira de

Direito Comercial I, Vol. II – Sociedades Comerciais, AAFDL, Lisboa, 1981.

ALMEIDA, Carlos Ferreira

Contratos I – Conceitos, fontes, formação, 5ª Ed., Almedina, Coimbra, 2017.

ANDREWS, Neil

Contract Rules. Decoding English Law, Intersentia, Cambridge, 2016.

ASCENSÃO, J. Oliveira de

Direito Comercial, Vol. I, Institutos Gerais, Lisboa, 1998/1999.

Direito Civil Teoria Geral – Acções e Factos Jurídicos, Vol. II, Coimbra Editora, Coimbra, 1999.

ANTUNES, Ana Filipa Morais

“Os novos desafios da venda a retro”, in *Estudos dedicados ao Professor Doutor Luís Alberto Carvalho Fernandes*, vol. I, Universidade Católica Editora, Lisboa, 2011.

ANTUNES, José Engrácia

Os grupos de sociedades: estrutura e organização jurídica da empresa plurissocietária, 2ª Ed., Almedina, Coimbra, 2002.

A empresa como objecto de negócios - "Asset Deals" versus "Share Deals". Revista da Ordem dos Advogados, vol. II/III, n.º 68, 2008.

AURELIANO, Nuno

A Obrigação de não Concorrência do Trespasante no Direito Português, Estudos em Homenagem ao Prof. Doutor Inocêncio Galvão Telles, vol. IV, Almedina, Coimbra, 2003.

BARBERO, Domenico

Sistema istituzionale del diritto privato italiano, II, obbligazioni e contratti. Successioni per causa di morte, 5.ª Ed., UTET, Turim, 1958.

BARBERO, Domenico / LISERRE, Antonio / FLORIDA, Giorgio

Il sistema del diritto privato, 3.ª Ed., UTET, Turim, 2001.

BELMONTE, Cláudio

Proteção Contratual do Consumidor. Conservação e redução do negócio jurídico no Brasil e em Portugal, Revista dos Tribunais, São Paulo, 2002.

BERTOLDI, Marcelo Marco / RIBEIRO, Márcia Carla Pereira

Curso avançado de direito comercial, Revista dos Tribunais, São Paulo, 2006.

CAIN, Matthew D. / DENIS, David J. / DENIS, Diane K.

Earnouts: A Study of Financial Contracting in Acquisition Agreements, Journal of Accounting & Economics (JAE), Forthcoming, maio/2010. Disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=899094.

CÂMARA, Paulo / BASTOS, Miguel Brito

O Direito da Aquisição de Empresas: uma introdução, Aquisição de Empresas, Coimbra Editora, Coimbra, 2011.

CAMARGOS, M.A. / BARBOSA, F.V.

Fusões e Aquisições de Empresas Brasileiras: Criação de Valor e Sinergias, Revista de Administração de Empresas, São Paulo, Vol. 49, n.º 2, Abr/Jun 2009.

CARREIRO, Sofia

“A fusão”, in *Aquisição de Empresas*, Coimbra Editora, Coimbra, 2011.

CARVALHO, Orlando de

Critério e estrutura do estabelecimento comercial: O Problema da Empresa como Objecto de Negócios, Coimbra Editora, Coimbra, 1967.

Direito das Coisas, Coimbra Editora, Coimbra, 1977.

CEBRIÁ, L. Hernando

El Contrato de Compraventa de Empresa – Extensión de su Régimen Jurídico a las Cesiones de Control y Modificaciones Estructurales de Sociedades, Tirant lo Blanch, Valencia, 2005.

COMPARATO, Fábio Konder / SALOMÃO FILHO, Calixto

O Poder de Controle na Sociedade Anónima, 4.ª Ed., Editora Forense, Rio de Janeiro, 2005.

CORDEIRO, António Menezes

Vícios ocultos nos bens privatizados: subsídios para a análise da privatização da sociedade financeira portuguesa – banco de investimento, S.A. e suas consequências, Parecer de Direito, Lex, Lisboa, 1995.

A aquisição indireta de empresas: Share Deal

Anotação ao acórdão arbitral do caso Privatização da Sociedade Financeira Portuguesa, Revista da Ordem dos Advogados, ano 55, Janeiro 1995.

A Privatização da Sociedade Financeira Portuguesa, Lex, Lisboa, 1995.

“Estabelecimento comercial e arrendamento”, in *Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Galvão Telles*, Vol. III, Almedina, Coimbra, 2002.

Os deveres fundamentais dos administradores das sociedades, Revista da Ordem dos Advogados, Ano 66, n.º 2, Lisboa, Setembro de 2006.

Manual de Direito das Sociedades, Vol. I, Das Sociedades em Geral, Almedina, Coimbra, 2007.

Da Boa-Fé no Direito Civil, Almedina, Coimbra, 2011.

Manual de Direito Comercial, 3.ª edição, Almedina, 2012.

Tratado de Direito Civil, II, parte geral. Negócio jurídico, Almedina, Coimbra, 2014.

Tratado de Direito Civil, XI, 1ª parte, Contratos em especial, Almedina, Coimbra, 2017.

CORREIA, A. Ferrer

Sobre a projectada Reforma da legislação comercial, Revista da Ordem dos Advogados, Lisboa, ano 44.º, 1984.

Lições de Direito Comercial, Lex, Lisboa, 1965.

CORREIA, A. Ferrer / SÁ, Almeno de

“Parecer”, *A privatização da Sociedade Financeira Portuguesa*, Lex, Lisboa, 1995.

CORREIA, A. Ferrer / SÁ, Almeno de / CORDEIRO, A. Menezes / NUNES, Monteiro / JORGE, Pessoa / TELLES, Inocêncio Galvão / SILVA, Calvão da / SILVA, Manuel Gomes da / SOUSA, Marcelo Rebelo de / CABRAL, Rita Amaral

A Privatização da Sociedade Financeira Portuguesa – Regras sobre Privatizações Responsabilidade pelo Prospeto, Culpa in Contrahendo, Vícios Ocultos das Empresas Reprivatizadas, Lex, Lisboa, 1995.

COSTA, Almeida

Aquisição de empresas – vícios na empresa privatizada, responsabilidade pelo prospeto, culpa in contrahendo, indenização, Anotação ao acórdão do tribunal arbitral de 31 de março de 1993), Revista Ordem dos Advogados, Lisboa, 1995.

Direito das Obrigações, 8.^a Ed., Almedina, Coimbra, 2000.

COSTA, Mariana Fontes

Ruptura das negociações pré-contratuais e cartas de intenção, Coimbra Editora, Coimbra, 1.^a Ed., Abril/2011.

O dever pré-contratual de informação, Revista da Faculdade de Direito da Universidade do Porto, Porto, 2007.

COSTA, Mário Júlio Almeida

A responsabilidade pré-contratual pela ruptura das negociações preparatórias de um contrato. Revista de Legislação e Jurisprudência, Coimbra Editora, Coimbra, ano 116.º, n.º 3708, 1983/1984.

Direito das Obrigações, 8.^a Ed., Almedina, Coimbra, 2000.

COSTA, Ricardo

“O Novo Regime do Arrendamento Urbano e os Negócios sobre a Empresa” in *Nos 20 Anos do Código das Sociedades Comerciais*, Vol. I, Coimbra Editora, Coimbra, 2007.

CUNHA, Paulo Olavo

Lições de Direito Comercial, Almedina, Coimbra, 2.^a Ed., 2010.

Direito das Sociedades Comerciais, Almedina, Coimbra, 5.^a Ed., 2012.

Direito das Sociedades Comerciais, Almedina, Coimbra, 6.^a Ed., 2016.

ENTERRÍA, Javier García de

Las manifestaciones y garantías en el Derecho español, Universidad Complutense de Madrid, Madrid, 2012.

FERNANDES, Luís A. Carvalho

Teoria Geral do Direito Civil: Fontes, conteúdo e garantia da relação jurídica, Vol. II, Universidade Católica Editora, Porto, 5^a Ed., 2010.

FONSECA, Patrícia Afonso

“A negociação de participações sociais de controlo. A jurisprudência”, in *I Congresso Direito das Sociedades em Revista*, Almedina, Coimbra, 2011.

FRADA, Manuel Carneiro

Teoria da confiança e responsabilidade civil, Almedina, Coimbra, 2004.

FRANKEL, Michael E. S.

Mergers and Acquisitions Basics: The Key Steps of Acquisitions, Divestitures, and Investments, John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey, 2005.

FUENTES, J. Massaguer

La Cesión Global del Activo y Passivo, 228, *Revista de Derecho Mercantil*, Espanha, 1998.

FURTADO, J. Pinto

Curso de Direito das Sociedades, 5.^a Ed., Almedina, Coimbra, 2004.

GALVÃO, Clemente V.

Conteúdo e incumprimento do contrato de compra e venda de participações sociais, *Revista da Ordem dos Advogados*, Ano 70, I/IV, Lisboa, 2010.

GOMES, Fátima

Manual de Direito Comercial, Universidade Católica Editora, Lisboa, 2013.

GONÇALVES, Diogo Costa

Código das Sociedades Comerciais Anotado, coord. António Menezes Cordeiro, 2^a Ed., Almedina, Coimbra, 2014.

GRISI, Giuseppe

L'obbligo precontrattuale di informazione, Jovene Editore, Nápoles, 1990.

HOPT, Klaus J.

“Cláusulas de cambio adverso sustancial (Material Adverse Change – MAC)”, in *El derecho de mercado de valores y de adquisición de acciones cotizadas, Estudios de derecho de sociedades y del mercado de valores*, Marcial Pons, Madrid, 2010.

ICSI

Due Diligence and Corporate Compliance Management, The Institute of Company Secretaries of India, New Dheli, 2011. Disponível em: <https://www.icsi.edu/media/webmodules/publications/FULL%20BOOK-PP-DD&CCM-PDF%20FILE.pdf>

IRIARTE, A. / SAN SEBASTIÁN, A. / SAINZ, A.

Guía para la transmisión de empresas. Dirección General de Política de la Pequeña y Mediana Empresa, Madrid, 2010. Disponível em: http://www.aragonemprendedor.com/archivos/descargas/guia_transmisiones_vg_web.pdf

IVASHINA, Victoria / KOVNER, Anna

The Private Equity Advantage: Leveraged Buyout Firms and Relationship Banking, EFA, Athens Meetings Paper, 2008. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=1017857>.

JUNIOR, Eduardo Santos

Acordos intermédios: entre o início e o termo das negociações para a celebração de um contrato, Revista da Ordem dos Advogados, Ano 57, II, Lisboa, 1997.

KAPLAN, Steven Neil / STROMBERG, Per

Leveraged Buyouts and Private Equity, Jun/2008. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=1194962>

KIRCHNER, Jens / MORGENROTH, Sascha / MARSHALL, Tim

Transfer of Business and Acquired Employee Rights: A Practical Guide for Europe and Across the Globe, Springer, Berlin, 2016.

LAM, Chu Lam

Responsabilidade pré-contratual na modalidade de ruptura de negociações, Administração n.º 72, vol. XIX, 2006.

LIMA, Fernando Pires de / VARELA, João de Matos Antunes

Código Civil Anotado, Vol. I e II, 4.ª Ed., Coimbra Editora, Coimbra, 2010.

LEITÃO, Luís Menezes

Direito das Obrigações, Vol. I, 8ª Ed., Almedina, Coimbra, 2009.

Direito das obrigações, Vol. III, Contratos em especial, 3.ª Ed., Almedina, Coimbra, 2005.

LONDOÑO, Iván Darío Restrepo

“*Due Diligence* Financiera, una forma para garantizar la toma eficiente de decisiones en la adquisición de empresas” in *El Cuaderno – Escuela de Ciencias Estratégicas*, Vol. 2, n.º 4, Medellín – Colombia, Jul – Dic 2008.

MACIAS, Antonio J.

Risk Allocation and Flexibility in Acquisitions: The Economic Impact of Material-Adverse-Change (MACs) Clauses, Abril/2009. Disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1108792.

MAGALHÃES, Barbosa de

Do estabelecimento comercial: estudo de direito privado, Ática, Lisboa, 1951.

MARTINEZ, Pedro Romano

Direito das obrigações (parte especial): contratos. Compra e venda, locação, empreitada, 2.ª Ed., Almedina, Coimbra, 2003.

MARTINS, Alexandre Soveral

“Transmissão da empresa societária: algumas notas”, in *Homenagem aos Professores Doutores A. Ferrer Correia, Orlando de Carvalho e Vasco Lobo Xavier, nos 20 anos do código de sociedades comerciais*, Vol. I, Coimbra Editora, Coimbra, 2007.

“Transmissão de participações de controlo e cláusulas de revisão do preço”, in *I Congresso Direito das Sociedades em Revista*, coord. Pedro Pais de Vasconcelos, J. M. Coutinho de Abreu e Rui Pinto Duarte, Almedina, Coimbra, 2011.

MESQUITA, Henrique

Anotação ao Acórdão do Tribunal Arbitral de 31 de Março de 1993, Revista de Legislação e de Jurisprudência, ano 127.º, Coimbra Editora, Coimbra, 1994/1995.

MIRANDA, Maria Bernadete

Curso teórico e prático de direito societário, Editora Forense, Rio de Janeiro, 2008.

MONTEIRO, António Pinto / PINTO, Paulo Mota

Compra e Venda de Empresa – A Venda de Participações Sociais como Venda de Empresa (Share Deal), Revista de Legislação e Jurisprudência, n.º 3947, 76-102, Coimbra Editora, Coimbra, Dez/2007.

MONTEIRO, Jorge F. Sinde

Responsabilidade por conselhos, recomendações ou informações, Almedina, Coimbra, 1989.

MORAIS, Fernando de Gravato

Alienação e oneração de estabelecimento comercial, Almedina, Coimbra, 2005.

Novo regime de arrendamento Comercial, Almedina, Coimbra, 2006.

NETO, A. Gonçalves

Direito de Empresa – Comentários aos Artigos 966 a 1.195 do Código Civil, 580 e segs., Revista dos Tribunais, São Paulo, 2007.

OLIVEIRA, Ana Perestrelo

Manual de Grupo de Sociedades, Almedina, Coimbra, 2018.

Manual de Corporate Finance, Almedina, Coimbra, 2ª Ed., 2018.

OSÓRIO, José Horta

Da Tomada de Controlo de Sociedades (Takeovers) por Leverage Buy-Out e a sua Harmonização com o Direito Português, Almedina, Coimbra, 2001.

PEREIRA, Isabel Peixoto

Venda de participações sociais, negociação do estabelecimento e desconsideração da personalidade colectiva, a despropósito de dois acórdãos, *Julgar*, n.º8, Lisboa, Maio-Agosto, 2009.

PERERA, Angel Carrasco

“Representaciones y Garantías” in *Régimen Jurídico de las Adquisiciones de Empresas*, Aranzadi y Gomez-Acebo & Pombo, Madrid, 2001.

PICONE, Luca

I Contratti di Acquisto di Partecipazione Azionarie, Il Sole 24 Ore, Milano, 1995.

PINTO, Carlos Alberto da Mota

A responsabilidade pré-negocial pela não conclusão dos Contratos, Boletim da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, suplemento XIV, Coimbra; 1996.

Teoria geral do Direito Civil, Coimbra Editora, Coimbra, 2012.

PINTO, Paulo Mota

Interesse Contratual Negativo e Interesse Contratual Positivo, Volume I e II, Coimbra Editora, Coimbra, 2008.

PISKO, Oskar

Das Unternehmen als Gegenstand des Rechtsverkehrs, Manz, Wien, 1907.

PIRES, Catarina Monteiro

Aquisições de Empresas e de Participações Acionistas: problemas e litígios, Almedina, Coimbra, 2018.

PRATA, Frederico Afonso Cavaleiro

Responsabilidade Pré-contratual por Ruptura Ilegítima das Negociações, Dissertação de Mestrado, na Área de Especialização em Ciências Jurídico-Civilísticas com Menção em Direito Civil, apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, Coimbra, 2014.

PURANAM, Phanish / POWELL, Benjamin / SINGH, Harbir

Due Diligence Failure as a Signal Detection Problem, Strategic Organization, 2006, 319-348.

RAQUIB, A. & MUSIF, P. B. & MOHAMED, M. B.

Strategic Issues Relating to Corporate Mergers and Acquisitions for Small and Medium Companies - A Thoughtful Analysis from the Viewpoint of Challenges of Changes, Asia Pacific Management Review, Volume 8(1), 2003. Disponível em: <https://pdfs.semanticscholar.org/8d0c/57210fd2a383ff31c672fbff4d06a0eb42c1.pdf>

RIBES, Miguel Gimeno

La Protección del comprador en la adquisición de empresa – Estudio comparado de los ordenamientos Español y Alemán, Editorial Comares, Granada, 2013.

ROCHA, Sílvio Luís Ferreira da / CAMBLER, Everaldo Augusto

Curso avançado de direito civil. Vol. III, Revista dos Tribunais, São Paulo, 2002.

RUSSO, Fábio Castro

Das cláusulas de garantia nos contratos de compra e venda de participações sociais de controlo, Direito das Sociedades em Revista, Ano 2, Almedina, Coimbra, Setembro 2010.

“Due diligence e responsabilidade”, in *I Congresso Direito das Sociedades em Revista*, Almedina, Coimbra, 2011.

“Fusão e cisão de sociedades (Portugal)”, in *Questões de Direito Societário em Portugal e no Brasil*, Almedina, Coimbra, 2012.

SÁ, Fernando Oliveira e

“A determinação contingente do preço de aquisição de uma empresa através de cláusulas *earn-out*”, in *Aquisição de empresas*, Coimbra Editora/Sérvulo, Coimbra, 2011.

“Cláusulas *Material Adverse Change* (MAC) em Contratos de Compra e Venda de Empresas”, in *Direito Comercial e das Sociedades, Estudos em memória do Professor Paulo M. Sendim*, Faculdade de Direito da Universidade Católica Portuguesa, Lisboa, 2012.

SANTOS, Felipe Cassiano dos

Direito comercial português: dos actos de comércio às empresas, Coimbra Editora, Coimbra, 2007.

SCHWARTZ, Andrew A.

A Standard Clause Analysis of the Frustration Doctrine and the material adverse change clause, Legal Studies Research Paper Series, N° 09-15, 2009. Disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1466131.

SCHWENZER, Ingeborg / HACHEM, Pascla / KEE, Christopher

Global Sales and Contract Law, Oxford University Press Inc., New York, 2012

SHERMAN, Andrew J. / HART, Milledge A.

Mergers and Acquisitions from A to Z, AMACON, New York, 2006.

SILVA, Calvão

“Parecer”, in *A privatização da Sociedade Financeira Portuguesa*, Lex, Lisboa, 1995.

“Compra e Venda de Empresas”, in *Estudos de Direito Comercial (Pareceres)*, Almedina, Coimbra, 1996.

A empresa como objecto de tráfego jurídico, Estudos de Direito Comercial, Pareceres, Almedina, Coimbra, 1999.

SILVA, Eva Sónia Moreira da

A responsabilidade pré-contratual por violação dos deveres de informação, Almedina, Coimbra, 2013.

SILVA, Gomes da / CABRAL, Rita Amaral

“Parecer”, in *A Privatização da Sociedade Financeira Portuguesa*, Lex, Lisboa, 1995.

SIMÕES, Rui

“A aquisição de empresas insolventes”, in *Aquisição de empresas*, Coimbra Editora, Coimbra, 2011.

SINCLAIR, Neil

Warranties and Indemnities on Share and Asset Sales, Sweet & Maxwell, London, 2001.

SOUSA, Marcelo Rebelo de

“Parecer”, in *A privatização da sociedade financeira portuguesa*, Lex, Lisboa, 1995.

TELES, António / DIAS, João Carmona

“Garantia na Alienação de Empresas”, in *Aquisição de Empresas*, Coimbra Editora/Sérvulo, Coimbra, 2011.

TELLES, Inocêncio Galvão

Contratos civis (Projecto completo de um título do futuro Código Civil português e exposição de motivos), Revista da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, Vols. IX-X, Lisboa, 1959.

Manual dos contratos em geral, Coimbra Editora, Coimbra, 2002.

VARELA, Antunes

Anotação ao Tribunal Arbitral de 31 de Março de 1993, Revista de Legislação e de Jurisprudência, ano 126, Coimbra Editora, Coimbra, 1994/1995.

VASCONCELOS, Joana

A Cisão de Sociedades, Universidade Católica Editora, Lisboa, 2001.

VASCONCELOS, Pedro Pais

Direito Comercial, Vol. I, Almedina, Coimbra, 2015.

A participação social nas sociedades comerciais, Almedina, Coimbra, 2005.

VENTURA, Raúl

O contrato de compra e venda no código civil. O preço, venda a retro, Revista Ordem dos Advogados, Lisboa, 1980.

Contrato de Compra e venda, Revista Ordem dos Advogados, Lisboa, Ano 40, 1983.

Dissolução e Liquidação de Sociedades, Almedina, Coimbra, 1987.

VICENTE, Dário Moura

A culpa na formação dos contratos em Angola e Portugal, Conferência proferida na Universidade Eduardo dos Santos, Huambo, Angola, 11 de Setembro de 2010.

6. Jurisprudência

Acórdão do Tribunal Arbitral, de 31 de Março de 1993, Ação proposta pelo Banco Mello contra o Banco Pinto & Sotto Mayor.

Acórdão da Relação de Lisboa, de 21 de Abril de 2005, Processo n.º 2219/2004-5, Relatora Manuela Gomes.

Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça, de 4 de Abril de 2006, n.º 06A222/JSTJ000, Relator Nuno Cameira.

Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça, de 26 de Junho de 2007, Processo n.º 07A1274, Relator Afonso Carreira.

Acórdão do Tribunal da Relação de Coimbra, de 24 de Junho de 2008, Processo n.º 119/03.6TBANS.C1, Relator Hélder Roque.

Acórdão da Relação do Porto, de 21 de Maio de 2009, Processo n.º 1530/05.3TBESP-A.P1, Relator José Ferraz.

Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça, de 26 de Novembro de 2014, Processo n.º 1281/10.7TBAMT-A.P1.S1, Relator Tavares de Paiva.

Acórdão do Supremo Tribunal de Justiça, de 1 de Março de 2016, Processo n.º 4915/04.9TVLSB.L1.S1, Relator Fernandes do Vale.