

ÍNDICE GERAL

	Págs.
PLANO GERAL.....	5
PRINCIPAIS ABREVIATURAS E SIGLAS UTILIZADAS.....	7
PREFÁCIO	9
<i>Paulo Câmara/Miguel Brito Bastos</i> — O Direito da aquisição de empresas: uma introdução.....	13
<i>António Teles/João Carmona Dias</i> — Garantia na alienação de empresa.....	65
<i>Nuno Moura Roldão/Ana Guedes Teixeira</i> — O processo de auditoria legal.....	107
<i>Sofia Carreiro</i> — A fusão.....	127
<i>Paulo Câmara</i> — As ofertas públicas de aquisição.....	157
<i>Pedro Furtado Martins</i> — Efeitos da aquisição de empresas nas relações de trabalho.....	211
<i>Miguel Gorjão-Henriques</i> — A aquisição de empresas no direito da concorrência: Nótulas sobre as concentrações.....	263
<i>Ana Filipa Morais Antunes</i> — A aquisição tendente ao domínio total no direito societário e no direito dos valores mobiliários.....	313
<i>Rui Simões</i> — A aquisição de empresas insolventes.....	371
<i>Fernando Oliveira e Sá</i> — A determinação contingente do preço de aquisição de uma empresa através de cláusulas <i>earn-out</i>	401
<i>Paulo Câmara/Miguel Brito Bastos</i> — A transposição da directiva das fusões e aquisições de instituições financeiras.....	417
BIBLIOGRAFIA.....	463
APRESENTAÇÃO DOS AUTORES	485

O DIREITO DA AQUISIÇÃO DE EMPRESAS: UMA INTRODUÇÃO

PAULO CÂMARA
MIGUEL BRITO BASTOS

SUMÁRIO: § 1.º Introdução; 1. Relevância e âmbito do tema; 2. A plasticidade da operação de aquisição de empresas; § 2.º O processo de aquisição. Elementos gerais; 3. O processo da aquisição; 4. Deveres de informação e sigilo (em especial, na realização de *due diligences*); § 3.º Cláusulas comuns no tráfico; 5. Razão de ordem; as “cláusulas de garantia”; 6. Cláusulas sobre a violação de cláusulas de garantia; cláusulas de exclusão e limitação da responsabilidade civil e cláusulas penais; 7. Sujeição do efeito translativo a condições suspensivas (*conditions precedent*); as cláusulas sobre alterações depreciativas (MAC/MAE clauses); 8. Cláusulas que estipulam deveres secundários de conduta (*covenants*); 9. Acordos parassociais relativos à transmissão de participações sociais; § 4.º As aquisições de empresas sujeitas a regimes especiais; 10. A fusão e a OPA como paradigmas distintos de técnicas aquisitivas; § 5.º Responsabilidade civil por prestação de informação; 11. Reparação de danos causados no processo aquisitivo; elementos gerais.

§ 1.º INTRODUÇÃO

1. Relevância e âmbito do tema

I — Ao longo do desenvolvimento económico das três últimas décadas, o tema da aquisição de empresas tem conquistado uma central importância ⁽¹⁾.

O fenómeno mereceu uma acentuada explosão no anos 1980 (cunhada, por isso, como *the deal decade*) não apenas nos EUA mas também na generalidade dos mercados ocidentais, atingindo-se um

⁽¹⁾ O conceito de aquisição de empresas é aqui tomado em sentido amplo, cobrindo todas as formas de transmissão do domínio da empresa, ainda que através de integração inter-empresarial.

volume de aquisições empresariais e uma assinalável variedade de técnicas empregues (OPA's, privatizações, MBO's, LBO's) ⁽²⁾. Portugal não constituiu excepção, tendo sido o palco de um número significativo de aquisições empresariais, nomeadamente através de privatizações, de fusões e de OPA ⁽³⁾. O tema sofreu novo impulso na década de 1990, com uma subida acentuada da actividade de capital de risco e com o crescente número de *hedge funds* — visando também, uns e os outros, sociedades de elevado porte (RJR Nabisco, Alliance Boots, p. ex.) ⁽⁴⁾.

A intensidade de aquisições é em todo o caso cíclica, porquanto se encontra na dependência de múltiplas variáveis, mormente no tocante à disponibilidade de financiamento e à evolução dos mercados bolsistas. Tal pode documentar-se através da recente crise iniciada em 2007, e da subsequente contracção de crédito, que determinaram uma quebra acentuada no volume de fusões e aquisições, por todo o globo. Com efeito, os números globais de fusões e aquisições no primeiro semestre de 2009 recuaram a 1.140 biliões de dólares, valores que não se registavam desde 2004 ⁽⁵⁾.

II — Em atenção às suas plúrimas implicações — desde já económico-financeiras ⁽⁶⁾, sociais e contabilísticas — as aquisições de empre-

⁽²⁾ MARGARET BLAIR, *The Deal Decade. What Takeovers and Leveraged Buy-Outs Mean for Corporate Governance*, Washington (1993), 57-60, 205-236 e *passim*; DAVID C. BAYNE, *A philosophy of corporate control*, in *University of Pennsylvania LR* 112 (1963-64), 22-67; SERAFINO GATTI, *Adquisición de Participaciones Sociales Y de Paquetes de Acciones de Referencia*, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil* 52 (1993), 9-30; JOSÉ DIOGO HORTA OSÓRIO, *Da tomada do controlo de sociedades (takeovers) por leveraged buy-out e sua harmonização com o direito português*, Coimbra (2001), 13-133.

⁽³⁾ BOLSA DE DERIVADOS DO PORTO/INSTITUTO DO MERCADO DE CAPITAIS, *Processos de (Re)Privatização. Sociedades Cotadas — 1989/1996*, Porto (1996); PAULO CÂMARA, *O governo dos grupos bancários, Estudos de Direito Bancário* (1999), 117-119.

⁽⁴⁾ A Associação Portuguesa de Capital de Risco e Investimento divulga anualmente estatísticas sobre a evolução deste sector de actividade, disponíveis em www.apcri.pt, documentando nomeadamente uma evolução de 62 milhões de euros de investimento total no ano de 1997 para 183 milhões de euros em 2000, atingindo em 2008 um volume total investido de 396 milhões de euros.

⁽⁵⁾ São dados fornecidos em 12 de Julho de 2009 pelo *Financial Times* e disponíveis em: <http://www.ft.com/cms/s/0/b60c222a-6f15-11de-9109-00144feabd0.html>

⁽⁶⁾ Cfr., entre muitos, P. S. SUDARSANAM, *The Essence of Mergers and Acquisitions*, London *et al.* (1995); Entre nós: PEDRO VERGA MATOS/VASCO RODRIGUES, *Fusões e Aquisições. Motivações, Efeitos e Política*, Cascais (2000).

sas potenciam uma abordagem científica transversal, que não se cinge à sua perspectiva jurídica. Ninguém disputa, contudo que o Direito da aquisição de empresas ocupa, por si, um lugar de destaque na concepção e execução destas operações, do que é reflexo o desenvolvimento intenso que tem merecido quer por via da prática contratual quer por via das intervenções legislativas. Bem se justifica, pois, que lhe seja consagrado o presente volume.

O panorama das fontes normativas relacionadas com a aquisição de empresas é vasto. O tema apela, por esse motivo, a uma variedade de ramos jurídicos. São convocados, em primeira linha, o direito das sociedades, seja na estrutura do processo decisório das partes, seja na execução do processo de transmissão ou de integração empresarial, e o direito privado comum — mormente, o direito dos contratos — na conformação, interpretação das peças negociais estruturantes da aquisição. Além disso, nomeadamente no tocante às regras transmissivas *stricto sensu*, cabe mencionar a incidência do direito dos valores mobiliários ⁽⁷⁾, que é de maior intensidade se estiverem envolvidas sociedades abertas ⁽⁸⁾. Na primeira linha estão ainda as implicações que as aquisições de empresas denotam em sede de direito do trabalho ⁽⁹⁾, de direito fiscal ⁽¹⁰⁾, de direito locatício ⁽¹¹⁾, de direito industrial e, havendo cone-

⁽⁷⁾ Sobre o regime da transmissão dos valores mobiliários em geral: PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários* (2009), 331-352.

⁽⁸⁾ Cfr. *infra*.

⁽⁹⁾ PEDRO FURTADO MARTINS, *Aquisição de empresa: alguns problemas juridico-laborais*, neste volume; Id., *Duas questões a propósito dos efeitos da transferência do estabelecimento nas relações de trabalho: artigo 321.º do Código de Trabalho e oposição do trabalhador à transmissão do contrato de trabalho*, em *X Congresso Nacional de Direito do Trabalho — Memórias*, Coimbra (2007), 307-334; JOSÉ REIS, *O regime da transmissão da empresa no Código do Trabalho*, in *Nos 20 anos do Código das Sociedades Comerciais*, I (2007), 305-359.

⁽¹⁰⁾ Tenha-se presente nomeadamente a constituição de sociedades adquirentes em jurisdições com tratamentos fiscais mais favoráveis (*special purpose acquisition companies*, ou abreviadamente Spacs) apenas com a finalidade de consumir, em momento ulterior, uma aquisição de empresa. Sobre a fiscalidade das fusões, reenvia-se para FRANCISCO SOUSA DA CÂMARA, *Aspectos Contabilísticos e Fiscais nas Fusões e Cisões, O Direito do Balanço e as Normas Internacionais de Contabilidade* (2007), 159-183.

⁽¹¹⁾ ANTÓNIO PINTO MONTEIRO/PAULO MOTA PINTO, *Compra e Venda de Empresa. A venda de participações sociais como venda de empresa ("share deal")*, RLJ (2007) 99-102.

xões relevantes em mais do que um sistema jurídico, de direito internacional privado. Em operações de concentração com relevância, as regras do direito da concorrência surgem também envolvidas ⁽¹²⁾.

Por esse motivo, a operação aquisitiva obriga à articulação de fontes jurídicas muito díspares, fazendo comumente intervir equipas pluridisciplinares de juristas. A matéria tem aliás conhecido uma evolução legislativa recente, quer por via da transposição da Directiva das fusões transfronteiriças ⁽¹³⁾, quer por via do DL n.º 185/2009, de 12 de Agosto e diplomas complementares ⁽¹⁴⁾, que adoptaram regras de simplificação da disciplina jurídica das fusões e cisões ⁽¹⁵⁾. O tema apresenta-se, pois, como muito interessante para o tratamento jurídico.

2. A plasticidade da operação de aquisição de empresas

I — A aquisição de empresas não se reconduz a uma tipologia única, seja quanto ao processo aquisitivo, seja quanto à estrutura jurídica que lhe subjaz. Com efeito, a transferência do domínio da empresa pode envolver nomeadamente a transmissão desta (“*asset deal*”) ou a transmissão dos direitos de voto inerentes às participações sociais subjacentes (“*share deal*”). No âmbito destas últimas, cabe ainda distinguir aquelas que se realizam através de uma negociação directa daquelas que se processam através de oferta pública ou de concurso público.

A transmissão do domínio da empresa pode ainda operar com base em acordos parassociais ou acordos fiduciários. Este ponto é relevante para compreender que a *técnica de aquisição do controlo empresarial*

⁽¹²⁾ Cfr. MIGUEL GORJÃO HENRIQUES, *O Conceito de Concentração de Empresas no Direito da Concorrência: notas teórico-práticas*, neste volume.

⁽¹³⁾ Para uma análise da correspondente Proposta de Lei: DIOGO COSTA GONÇALVES, *Fusões transfronteiriças. A transposição da 10.ª Directriz e a Proposta de Lei n.º 236/X, RDS n.º 2 (2009)*, 339-377.

⁽¹⁴⁾ Em referência estão nomeadamente a Portaria n.º 1254/2009 (dedicada ao envio, por via electrónica, do requerimento de isenção de impostos, emolumentos e outros encargos legais), a Portaria n.º 1255/2009 (pedido do parecer referido no n.º 8 do artigo 60.º do Estatuto dos Benefícios Fiscais) e a Portaria n.º 1256/2009 (modelos de projectos de fusão e de cisão), todas de 14 de Outubro.

⁽¹⁵⁾ Para mais desenvolvimentos, reenvia-se para SOFIA CARREIRO, *A Fusão*, neste volume, e bibliografia aí citada, XXX.

pode não implicar o exercício directo dos direitos sociais sobre as empresas atingidas. Como referia ADOLF BERLE: *the essence of control is the power to choose the directors and management of the company. Such power is not necessarily bound to stock* ⁽¹⁶⁾. A aquisição pode estruturar-se através de contratos que assegurem a influência de uma empresa sobre outra, o que pode manifestar-se de diversos meios: contratos de grupo, acordos de voto, acordos que atribuam o poder de nomear membros dos órgãos sociais ou acordos parassociais transmissivos, entre outros. O grau da aptidão organizativa destes expedientes contratuais ⁽¹⁷⁾ torna-se mais reforçado, à medida em que aumenta a representatividade do acordo — no tocante ao número de sócios envolvidos —, a sua estabilidade temporal e a extensão do seu objecto ⁽¹⁸⁾.

À tradicional classificação dicotómica — *asset deals/share deals* ⁽¹⁹⁾ — contrapõe-se, assim, antes uma classificação tripartida, que contradistingue aquelas modalidades de outros modos de transmissão de domínio que não as pressupõem.

II — O processo de aquisição apresenta implicações profundas no governo da empresa adquirente e da empresa adquirida.

O processo envolve, em primeira linha, os órgãos de administração das sociedades envolvidas. A aquisição de empresas constitui uma decisão de gestão do adquirente, sendo da competência do órgão de administração, nos termos gerais (artigo 406.º CSC) ⁽²⁰⁾.

⁽¹⁶⁾ ADOLF BERLE JR., *The price of power: sale of corporate control*, Cornell LQ (1965), 628-640.

⁽¹⁷⁾ A questão — vale a pena lembrar — apenas se coloca em relação a contratos que envolvam a disposição de direitos sociais, perante sócios ou perante terceiros. Tal coloca fora de consideração os comportamentos paralelos sem base no encontro de vontades dos sócios. Cfr. a propósito ARTHUR FLEISCHER JR./ALEXANDER R. SUSSMAN, *Takeover Defense*, § 11.02, 11-19.

⁽¹⁸⁾ PAULO CÂMARA, *Parassociedade e Transmissão de Valores Mobiliários*, diss. (1996), 450-456.

⁽¹⁹⁾ Uma informada leitura, numa perspectiva binomial, pode encontrar-se em ENGRÁCIA ANTUNES, *A Empresa como Objecto de Negócios: “Asset Deals” vs. “Share Deals”*, ROA (2008), 715-793.

⁽²⁰⁾ Sobre o problema da vinculação na ausência de deliberação do órgão de administração, cfr. ALEXANDRE SOVERAL MARTINS, *Transmissão da empresa societa-*

A tomada de decisão de aquisição envolve juízos delicados, do lado dos titulares do órgão de administração da sociedade adquirente. São convocados, de modo particular, os deveres de cuidado dos administradores (artigo 64.º, n.º 1, CSC) na análise da adequação e da oportunidade do projecto aquisitivo. Uma vez que as operações de aquisição não são isentas de risco, as deliberações devem ser precedidas da divulgação de informação. Esse, aliás, constitui um pressuposto para que os titulares do órgão de administração possam prevalecer-se da cláusula de *business judgement rule* para, na verificação dos demais requisitos fixados no n.º 2 do artigo 72.º CSC, se isentarem de responsabilidade.

O impacto na empresa adquirida é maior se a aquisição é realizada através de oferta pública de aquisição, dada a existência de condicionamentos agravados à actuação do órgão de administração (artigos 181.º e 182.º CVM) ⁽²¹⁾.

Nos processos de aquisição é comum a intervenção de consultores económicos (*financial advisors*) — quer contratados pela empresa adquirente, quer pela visada ⁽²²⁾. A consultoria das empresas no domínio da fusão e compra de empresas é considerada como actividade típica das instituições de crédito (artigo 4.º, n.º 1, alínea j), RGIC) e um serviço auxiliar dos serviços e actividades de investimento (artigo 291.º, alínea d), CVM). Tais actividades, porém, não se encontram submetidas a exclusivo bancário, nos termos do artigo 8.º, n.º 2, RGIC, e estão arredados do exclusivo de actividades de intermediação financeira se realizadas fora de um grupo financeiro (artigo 289.º, n.º 3, alínea i), CVM). Assim, estes serviços podem ser prestados por empresas não-financeiras ou por pessoas singulares. E a prática confirma que, a par do papel central que neste âmbito desempenham os bancos, têm-se multiplicado as empresas especializadas em assessoria em *mergers and acquisitions*. Apenas em organizações empresariais de muito elevada dimensão é usual deparar com departamentos autónomos dedicados à

ria: *alguns problemas*, in *Nos 20 anos do Código das Sociedades Comerciais*, II, Coimbra (2007), 419-422.

⁽²¹⁾ Cfr. PAULO CÂMARA, *A Oferta Pública de Aquisição*, neste volume, 157-210.

⁽²²⁾ TOMMASO MARIA UBERTAZZO, *Il Procedimento di Acquisizione di Imprese*, Milano (2008), 15-22.

execução, *in-house*, de tarefas de preparação e aconselhamento em processos de aquisição de empresas.

§ 2.º O PROCESSO DE AQUISIÇÃO. ELEMENTOS GERAIS

3. O processo da aquisição

I — As operações de aquisição de empresas são, por regra, processos compostos pelo encadeamento de uma multiplicidade de actos e negócios jurídicos tendentes à efectivação do efeito translativo sobre os bens que constituem a empresa ou sobre as participações da sociedade que a detém. Dada a complexidade do objecto a adquirir — mesmo que o negócio incida sobre participações sociais, a elas corresponde um património, uma organização e a elas estão associadas várias posições jurídicas activas e passivas — a celebração dos negócios transmissivos é, normalmente, precedida de um período mais ou menos longo de negociação e discussão, não só entre potenciais alienante e adquirente, mas também entre estes e outros intervenientes.

II — Não há, naturalmente, um procedimento fixo que possa ser descrito como matriz dos processos de aquisição de empresas. 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. Na prática, o percurso da operação variará consoante uma multiplicidade de factores, entre outros, a dimensão da empresa adquirida, o grau de complexidade da empresa, o grau de confiança entre as partes, os riscos associados à empresa ou à operação em si, o nível de informação sobre a empresa alvo de que o adquirente dispõe e a existência ou modalidade de financiamento. Por isso, mais do que descrever um inexistente caminho padronizado, comum a todas as operações de aquisição de empresas, apenas é possível indicar algumas práticas que, apesar de socialmente típicas, não perdem o carácter de contingência. Isto sendo certo que importa tomar o fenómeno na sua acepção mais ampla, ainda que possa haver aquisições relativamente simples e que dispensam muitos dos passos aqui referidos.

Ilustrativa da pluralidade de configurações que o processo de aquisição pode revestir é a diversidade das formas através das quais a operação se pode iniciar: concurso público, lançamento de oferta pública de aquisição e negociação directa entre as partes. Frequente na fase pré-contratual do processo de aquisição de empresas, em particular quando este é iniciado por negociação directa, é a celebração de acordos preliminares ou preparatórios, nos quais as partes vertem os pontos de concordância a que vão chegando em estádios intermédios das negociações⁽²³⁾. Por vezes, as partes pretendem formalizar os seus consensos ou comunicar as suas intenções à contraparte sem que pretendam vincular-se juridicamente — é o que sucede, respectivamente, na celebração de memorandos de entendimento e no envio de cartas de intenção⁽²⁴⁾. Noutras, as partes podem entender conveniente vincularem-se juridicamente, seja obrigando-se a celebrar o contrato translativo (através de contratos-promessa), atribuindo a uma parte o direito de optar pela conclusão desse contrato (contratos de opção), ou definindo desde logo determinados pontos, nucleares (acordos de base, ou contratos-quadro, quando as partes pretendam concretizar posteriormente a transmissão através de uma série de actos mais ou menos homogéneos entre si) ou laterais (acordos complementares) quanto ao regime da transacção.

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 poten-

⁽²³⁾ Sobre estes contratos preliminares, cfr. EDUARDO DOS SANTOS JÚNIOR, *Acordos intermédios: entre o início e o termo das negociações para a celebração de um contrato*, in *Revista da Ordem dos Advogados*, II (1997), 565 ss., e JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, *Contratos comerciais* (2007), 59 ss.

⁽²⁴⁾ Quanto a estes instrumentos, é conveniente notar que a designação que pelas partes é dada ao documento não é critério decisivo, mas mero indicio, da sua qualificação como juridicamente vinculante ou não. Por exemplo, um documento intitulado pelas partes como “memorando de entendimento” não carece necessariamente de juridicidade, tal como, em geral, a qualificação que as partes fazem de um contrato não é vinculativa (assim, entre tantos, PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, *Contratos atípicos*, Coimbra (1995), 131). Acresce que, mesmo quando não produzam quaisquer efeitos jurídicos, esses acordos não são normativamente irrelevantes, dado o seu papel como auxiliar de interpretação do contrato final, quando celebrado.

cial adquirente, ou cláusulas de *cost coverage*, nos termos das quais, caso a empresa venha a ser alienada a outrem, o alienante terá de resarcir ao interessado preterido das despesas correspondentes aos custos de transacção por este incorridos durante as negociações⁽²⁵⁾.

Os procedimentos pré-contratuais relevantes não se resumem, contudo, à interacção entre alienante e adquirente. É também esse, frequentemente, o momento para celebração de contratos entre as partes e outros sujeitos, os quais são acessórios da aquisição em si, designadamente entre adquirente e financiadores ou entre adquirente e prestadores de serviço, tais como auditores, intermediários financeiros ou consultores.

III — Nesta fase ocupa, ainda, lugar de destaque a realização de auditorias (*due diligence*), destinadas a que o potencial adquirente ou financiador obtenha um mais detalhado conhecimento da situação da empresa alvo, a nível patrimonial, financeiro, técnico, jurídico e contabilístico, entre outros, destarte auxiliando o apuramento de elementos relevantes para a formação da vontade de adquirir, bem como para a fixação das condições de preço e de financiamento⁽²⁶⁾. Desta forma, as auditorias assumem uma função de mitigação da assimetria informativa entre as partes (ou entre a instituição financiadora e as partes) que caracteriza tendencialmente estas operações. A auditoria pode incidir sobre toda a operação ou apenas sobre a fase preliminar ou final da operação: falar-se-á, assim, respectivamente, de *ordinary due diligence*,

⁽²⁵⁾ Sobre as cláusulas de *cost coverage*, cfr. FLORIAL KÄSTLE/DIRK OBERBRACHT, *Unternehmenskauf — Share Purchase Agreement*, München (2010), 13.

⁽²⁶⁾ O ponto é desenvolvido neste livro, em capítulo autónomo: NUNO MOURA ROLDÃO/ANA GUEDES TEIXEIRA, *O processo de auditoria legal*, neste volume, 107-126. Cfr. ainda JESÚS ALEMANY EGUIDAZU, *Auditoria Legal. Due diligence y opiniones legales en los negocios mercantiles*, Madrid (2008), 104-105. Isto sem prejuízo da realização de auditorias pelo próprio vendedor (*vendor due diligence*), usualmente realizadas antes do início, ou durante o processo de negociação, de forma a permitir ao alienante determinar o valor da empresa alienada, ou, eventualmente, a fornecer os resultados dessa auditoria a potenciais adquirentes, de forma a reduzir os custos de transacção por estes suportados (cfr. FLORIAL KÄSTLE/DIRK OBERBRACHT, *Unternehmenskauf ...*, 14 ss.).

preliminary due diligence e de *closing* ou *post-closing due diligence* ⁽²⁷⁾. Naturalmente que a intensidade com que estas auditorias são levadas a cabo — ou seja, a quantidade dos meios nelas empregues e a sua duração — é amplamente variável consoante as características da operação: por norma, aquisições de participações maioritárias e transacções nas quais estejam envolvidos montantes mais elevados, são precedidas de diligências mais profundas e demoradas, ao passo que, tendencialmente, assim não será em operações de menor dimensão ou em que a situação da empresa alvo seja já conhecida do potencial adquirente por outras vias, bem como na aquisição de empresas em situação de insolvência. Isto bem se compreende, dados os custos que as operações de *due diligence* comportam para o adquirente, não só com a contratação dos peritos que conduzem as diligências (v. g. revisores de contas, gestores, advogados), mas também aqueles correspondentes ao tempo despendido nessas diligências (custos de oportunidade e potenciais lucros cessantes com o diferimento da celebração do contrato translativo) ⁽²⁸⁾.

Por outro lado, o processo de aquisição raramente termina com a celebração do contrato onde são estipulados os direitos e obrigações nucleares das partes, até porque, na generalidade destas situações, o consenso não produz, por si só, efeitos translativos. Em especial nas transacções de maior complexidade, é prática estruturar a operação nos moldes do designado *Two Step-Model*: num primeiro momento são fixados os termos da transacção, em contrato de onde decorre, desde logo, a obrigação de as partes celebrarem o contrato translativo (sendo o momento dessa celebração referido, na gíria, como *signing*), ficando a produção dos efeitos reais do contrato — designadamente, a transferência da titularidade das participações sociais ou dos bens que integram a empresa — diferida para momento posterior, em que se praticará actos ou se celebrará contratos aos quais a produção do efeito translativo é condicionada (*closing*). Até a este segundo momento, tanto o risco

⁽²⁷⁾ Entre muitos: LUIS HERNANDO CEBRIÁ, *La revision legal (legal due diligence) en el derecho mercantil*, Granada (2008), 25-35.

⁽²⁸⁾ Sobre os custos de informação no processo de aquisição de empresas, RONALD J. GILSON/BERNARD S. BLACK, *The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, New York (1995), 185 ss.

como os direitos sobre as participações ou os bens transaccionados, mantêm-se na esfera do alienante ⁽²⁹⁾, ainda que seja usual as partes convencionarem o condicionamento do exercício de alguns destes direitos, durante este interregno, à autorização do adquirente ⁽³⁰⁾. Por fim, após o momento da celebração do contrato com eficácia real sobre os bens transaccionados segue-se o cumprimento de formalidades diversas, necessárias à eficácia deste acordo ⁽³¹⁾.

Para além das formalidades necessárias à produção do efeito translativo, na fase da operação que sucede ao consenso inserem-se frequentemente diligências destinadas à obtenção de licenças ou autorizações, divulgações ao mercado, comunicações às autoridades de supervisão competentes e, em especial nas operações de maior envergadura, a realização de novas auditorias, destinadas a confirmar e aprofundar ou a confirmar os resultados da *due diligence* realizada na fase pré-contratual, desta feita numa situação de menor opacidade. Por fim, a própria realização pelas partes das atribuições patrimoniais acordadas passa fre-

⁽²⁹⁾ Salientando este aspecto, HANS-HERMANN KLUMPP, “Der Übergang von Rechten und Pflichten”, in *Der Unternehmenskauf* (org. Beisel/Klumpp), München (2009), 211-212.

⁽³⁰⁾ Cfr. *infra*, § 3.8.

⁽³¹⁾ Na aquisição de participações sociais a plena transmissão da titularidade carece de registo em conta do adquirente quando estas sejam acções escriturais (artigo 80.º, n.º 1, CVM), acções tituladas integradas em sistema centralizado (artigo 105.º CVM) ou acções tituladas ao portador que já estejam depositadas no depositário indicado pelo adquirente (artigo 101.º, n.º 1, CVM). Também quando a aquisição da empresa seja processada através da cessão de quotas da sociedade que a detenha, o negócio translativo tem de ser levado ao registo comercial (artigo 3.º, n.º 1, alínea c), CRCom), para além de carecer de consentimento da sociedade para que a transmissão lhe possa ser oposta (artigo 228.º, n.º 2, CSC). Por sua vez, as operações de fusão apenas produzem efeitos após a sua inscrição no registo comercial (artigo 112.º CSC e artigo 3.º, n.º 1, alínea r), CRCom). E diferentes formalidades, que não o registo, são necessárias à produção do efeito translativo em outras operações de aquisição de participações sociais: a entrega do título na aquisição de acções tituladas ao portador que não se encontrem depositadas no depositário indicado pelo adquirente (artigo 101.º, n.º 1, CVM) e inscrição de declaração de transmissão no próprio título, quando se trate da transmissão de acções tituladas ao portador (artigo 102.º, n.º 1, CVM). Também a plena eficácia dos *asset deals* está condicionada à inscrição no registo das transacções na medida em que os concretos bens unitariamente transaccionados o estejam, como será o caso paradigmático dos direitos reais sobre imóveis (artigos 875.º e 939.º CC).

quentemente pela celebração de contratos de *escrow*, para o depósito do preço ou de títulos representativos das participações sociais adquiridas.

Tudo isto dito, note-se que, à partida, este processo pode, por força do princípio da liberdade negocial na sua vertente negativa (*freedom from contract*), ser interrompido a todo o momento por qualquer das partes, desde que com isso não violem contratos preliminares que tenham celebrado. Durante o processo de negociação podem, todavia, constituir-se situações de confiança justificada de uma parte na conclusão do negócio ou na prossecução das negociações, situações nas quais a ruptura injustificada das negociações pela sua contraparte pode, portanto, dar lugar a responsabilidade pré-contratual⁽³²⁾.

IV — Um dos elementos mais relevantes no que respeita ao processo de aquisição de empresas prende-se com o respectivo financiamento (*acquisition finance, leveraged finance*)⁽³³⁾.

São diversas as modalidades de financiamento que podem neste âmbito ser aplicadas — cabendo distinguir, à cabeça, o financiamento através da emissão de valores mobiliários e o financiamento bancário. No âmbito deste último, importa assinalar nomeadamente os créditos de ligação (*bridge financing*) e os créditos com risco limitado do mutuário (*limited recourse*) como modalidades de financiamento de utilização frequente em operações aquisitivas. Os créditos de ligação (*bridge financing*) são temporários, dada a impossibilidade de cumprir requisitos para um crédito definitivo: implicam normalmente condições mais onerosas.

Em operações de elevado porte o financiamento envolve usualmente complexidade subjectiva, seja por via da pluralidade de instituições originariamente financiadoras (*club deals*), seja por via da inclusão de

⁽³²⁾ Cfr. FRANZ-JÖRG SEMLER, “Der Unternehmens- und Beteiligungskaufvertrag”, in HÖLTERS (Hrsg.), *Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs*, Köln (2005), 656 ss. Sobre a ruptura injustificada das negociações em geral, cfr. CARLOS MOTA PINTO, *A responsabilidade pré-negocial pela não conclusão dos contratos*, in BFDUC (1966), 143 ss.; CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA, *Contratos*, I, Coimbra (2005), 197 ss., com indicações bibliográficas.

⁽³³⁾ Para uma panorâmica multi-jurisdicional: GWEDOLINE GRIFFITHS (ed.), *International Acquisition Finance: Law and Practice*, Oxford (2009), *passim*.

cláusulas que permitam a cessão parcial da posição contratual dos financiadores⁽³⁴⁾.

O financiamento de empresas é, com frequência, acompanhado de *pre-payment penalties* (ou *call premiums*, na terminologia mobiliária): trata-se de penalidades contratuais a aplicar em caso de reembolso antecipado do financiamento. Deve ser traçada, a este propósito, uma distinção entre os *soft premiums*, que apenas cobrem o pagamento antecipado voluntário, e os *hard premiums*, que se referem a qualquer tipo de pagamento antecipado.

Merecem ainda registo as cláusulas de *market flex*: são aquelas que prevêm, por exercício unilateral da parte financiadora, uma revisão ulterior das condições contratuais do financiamento em caso de alteração das condições de mercado envolventes. Estas cláusulas têm uma utilização mais intensa para facilitar o ulterior processo de sindiciação. Todavia, podem operar de diversas formas, quer para uma correcção ao financiamento, já após a sindiciação ou, por fim, independentemente desta. O efeito das cláusulas de *market flex* incide usualmente nas taxas de juro do financiamento, mas pode ter por objecto outros aspectos do conteúdo contratual. Entre as modalidades destas cláusulas, contra-põem-se as cláusulas de flexibilidade condicionada, que admitem variações limitadas nas taxas acordadas ou prazos de vencimento, bem como cláusulas de flexibilidade irrestrita. A sua celebração justifica-se em períodos de elevada turbulência ou volatilidade.

Ainda em caso de turbulência extrema, as cláusulas de *market disruption* facultam a possibilidade de utilização de indexantes diversos dos indexantes correntes. Tais cláusulas aplicam-se em caso de perturbação aguda do mercado interbancário, visando dar resposta à necessidade de obter fontes alternativas de fixação da taxa de juro das operações.

⁽³⁴⁾ A obra geral de referência é de AGASHA MUGASHA, *The Law of Multi-Bank Financing. Syndicated loans and the secondary loan market*, Oxford (2007). Entre nós: INOCÊNCIO GALVÃO TELES, *Empréstimos cristal: uma nova realidade bancária*, O Direito (1993) 177-192; MENEZES CORDEIRO, *Empréstimos cristal: natureza e regime*, O Direito (1995), 463-509; LUÍS VASCONCELOS ABREU, *Os Sindicatos bancários no Direito português*, em *Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Inocêncio Galvão Telles. Vol II.*, Lisboa (2002), 519-544.

Por vezes, o processo de financiamento é precedido por cartas de conforto (*sponsor papers* ou *credit letters*), que anunciam as condições de um provável futuro financiamento. O seu grau de vinculatividade é variado ⁽³⁵⁾.

Nas operações transmissivas, o financiamento deve estar garantido antes mesmo da realização da operação. A título de exemplo, o regime das OPAs exige que, antes do registo na CMVM, seja prestada garantia para pagamento do montante oferecido como contrapartida ou comprovado o depósito da contrapartida (artigo 179.º, alínea *b*), CVM).

4. Deveres de informação e segredo (em especial, na realização de *due diligences*)

I — De grande relevância, e heteronomamente impostos sobre as partes, são os deveres de informação derivados da boa fé, em especial aqueles que impendem sobre o potencial alienante. Afinal, o potencial alienante é actual titular, tendo por isso acesso a informação sobre a situação real da empresa ⁽³⁶⁾, enquanto o potencial adquirente, *extraneus* em relação à mesma, pode carecer de dados relevantes para a formação esclarecida e consciente da sua decisão de contratar ⁽³⁷⁾. Note-se, contudo, que apenas se constituem deveres de informação quando for inexistente ao adquirente o esforço de obtenção da informação em causa por meios próprios ⁽³⁸⁾, pelo que ao potencial alienante não é cominado

⁽³⁵⁾ Em geral: MENEZES CORDEIRO, *Das cartas de conforto no Direito bancário* (1993), *passim*; Id., *Manual de Direito Bancário* (2010), 776-781.

⁽³⁶⁾ Ainda que não necessariamente a *toda* essa informação, dadas as limitações colocados a sócios, designadamente a sócios minoritários, no acesso à informação societária (cfr. ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito das Sociedades*, I, Coimbra (2007), 661 ss., e, especificamente quanto às sociedades anónimas, ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito das Sociedades*, II, Coimbra (2007), 585 ss.).

⁽³⁷⁾ Sobre os deveres de informação na fase pré-contratual, por todos, ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Da boa fé no direito civil*, Almedina, Coimbra (1985), 549 ss. e MANUEL CARNEIRO DA FRADA, *Teoria da confiança e responsabilidade civil*, Coimbra (2003), 486 ss.

⁽³⁸⁾ Cfr. MANUEL CARNEIRO DA FRADA, *Teoria da confiança ...*, pp. 486 ss., e a síntese em EVA SÓNIA MOREIRA DA SILVA, *As relações entre a responsabilidade pré-contratual por informações e os vícios da vontade (erro e dolo)*, Coimbra (2010), 25-30.

o dever de advertir a sua contraparte acerca de aspectos da empresa que poderiam ser conhecidos através dos procedimentos de *due diligence*, autorizados por ele (no caso de *asset deals*) ou pela sociedade cujas participações são objecto da aquisição (no caso de *share deals*) ⁽³⁹⁾ e quanto a factos que não sejam essenciais para a decisão de contratar da contraparte ⁽⁴⁰⁾. Simetricamente à constituição destes deveres de infor-

⁽³⁹⁾ Impende, portanto, nessas situações sobre o potencial adquirente um ónus de realização de auditorias prévias: embora a sua não realização não consubstancie qualquer ilícito (em rigor, não se trata de uma diligência *devida*), só através de comportamentos supererrogatórios do potencial alienante é que o adquirente poderá ter acesso à informação que deixa de obter com a não realização de auditorias. Relevante quanto ao perímetro da informação *devida* é, também, notar que, sendo o conteúdo da boa fé determinado em coerência com o sistema jurídico, nunca é imposta *ex bona fides* a transmissão de informação sujeita ou abrangidas por regimes de sigilo (cfr. *infra*, nt. 51). Discutível é, ainda, se o dever de informação pode abranger a comunicação de segredos comerciais (pronunciando-se pela negativa, DIRK LOOSCHELDERS/DIRK OLZEN, anotação ao § 241, in *Staudingers Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch*, Buch 2, §§ 241-243, p. 259, n.º 443, com fundamento na tutela constitucional da livre iniciativa económica e da propriedade privada).

⁽⁴⁰⁾ Cfr. HOLGER FLEISCHER, *Informationsasymmetrie im Vertragsrecht*, München (2001), 576-577 e, entre nós, EVA SÓNIA MOREIRA DA SILVA, *As relações entre a responsabilidade pré-contratual...*, 31-33. A informação essencial para a vontade de contratar será aquela referente a factos cujo conhecimento possa ser determinante da vontade do adquirente celebrar o contrato em determinadas condições, ou de se abster dessa celebração, sendo essa relevância reconhecida pelo alienante (cfr. JOACHIM KLINGER, *Aufklärungspflichten im Vertragsrecht*, Dusseldorf (1981), 2 ss.). É, assim, manifestamente incorrecta a tese de que, ao elaborar a *due diligence check list*, o potencial comprador delimita os factos que considera essenciais para a sua decisão de contratar e, consequentemente, o perímetro da informação que lhe é *devida*. Através da elaboração da *check list*, o potencial adquirente comunica à sociedade alvo ou ao alienante um conjunto de aspectos onde, de acordo com a experiência, tipicamente, se encontra um maior risco de verificação de contingências depreciativas do valor da empresa adquirida (cfr. RÜDIGER WERNER, *Haftungsrisiken bei Unternehmensakquisitionen: die Pflicht des Vorstands zur Due Diligence*, cit., 994-5). Ora, tanto os factos contidos nos documentos referidos na *check list* podem, apesar de o potencial adquirente ter interesse em deles ter conhecimento, não ser *essenciais* a essa decisão, como nada permite concluir que factos que não sejam referidos na *check list* não revistam essa importância para o potencial adquirente. Se o alienante tiver conhecimento de factos desconhecidos do potencial adquirente que não sejam solicitados através da apresentação da *check list* por este último, sendo tais factos relevantes para a formação da vontade de contratar do potencial adquirente e tendo o potencial alienante consciência dessa essencialidade, a circunstância de essa informação não ser pedida pelo potencial adquirente não isenta o potencial alienante de a veicular.

mação do alienante, constituem-se na esfera do adquirente deveres de sigilo: se o conhecimento de determinado facto pelo adquirente foi obtido através da disponibilização de informação pelo alienante, e não pudesse ser obtido senão por essa via, o adquirente estará sujeito à proibição *ex bona fides* de divulgação dessa mesma informação ⁽⁴¹⁾.

II — Particular relevância para a obtenção pelo adquirente de informação concernente ao objecto da operação, e consequentemente para a mitigação do risco do investimento, assume a realização de *due diligences*. Através destas o adquirente acede, imediatamente ou através de peritos contratados para o efeito, a determinada informação que lhe é facultada pela própria sociedade adquirida, destarte identificando as vantagens e os riscos que objectivamente para ele podem resultar da conclusão da operação.

A realização de operações de *due diligence* é particularmente delicada do ponto de vista jurídico no caso de aquisição de participações sociais. De facto, não sendo a sociedade parte do negócio, mas exclusivamente seu objecto, sobre ela não impende *prima facie* qualquer dever de prestação de informação ao adquirente. O ordenamento não concede, portanto, ao adquirente qualquer pretensão à realização de auditorias no âmbito de negociações tendentes à aquisição de participações sociais ⁽⁴²⁾. Nas relações sociedade alvo-adquirente a possibilidade e a licitude da realização destes processos de rastreio informativo pelo adquirente dependem da autorização da sociedade alvo. Esta é, normalmente, conferida através da celebração de contrato entre estes sujeitos, no qual é igualmente determinado o quadro em que a auditoria se deve realizar, *inter alia*, quais os meios através dos quais o potencial adquirente

rente pode ter acesso à informação, quais as pessoas com acesso às instalações da sociedade e ao *data room*, se a informação é disponibilizada em suporte físico ou digital, bem como a duração admitida para as diligências (*interim period*); por regra, a esse contrato são estipuladas cláusulas de confidencialidade ⁽⁴³⁾, sendo também frequente a aposição de cláusulas que determinem que, numa situação de ruptura das negociações o potencial adquirente tenha de pagar uma *break up fee*.

Quando autorizada pela sociedade-alvo a realização de *due diligence*, a recolha de toda a informação disponibilizada consubstancia um ónus do adquirente. Como atrás foi aflorado, se a sociedade-alvo disponibiliza determinada informação ao adquirente, o dever do alienante de transmitir ao adquirente esses mesmos dados fica, à partida, prejudicado. Acresce que, o desconhecimento culposo de ónus ou vícios da empresa ⁽⁴⁴⁾ prejudica, tal como o seu conhecimento, a atribuição ao adquirente de remédios sinalagmático que eventualmente lhe sejam atribuídos em consequência da desconformidade da empresa transmitida às qualidades contratualmente estipuladas ⁽⁴⁵⁾. O não conhecimento de determinados aspectos da empresa adquirida, devido à não realização de auditorias, quando estas foram admitidas pela sociedade alvo é, destarte, equiparado, para estes efeitos, ao seu efectivo conhecimento ⁽⁴⁶⁾.

Convém, porém, salientar que o mesmo raciocínio não procede relativamente a eventuais vícios da vontade do adquirente. Sendo a declaração negocial deste último atingida por alguma das modalidades de erro-vício (artigos 251.º, 252.º, n.ºs 1 e 2, CC), o facto de a imperfeita representação da realidade poder ter sido evitada caso o adquirente tivesse procedido à realização de auditorias não preclui a relevância

⁽⁴³⁾ Cfr. MARKUS STOFFELS, *Grenzen der Informationsweitergabe durch den Vorstand einer Aktiengesellschaft im Rahmen einer «Due Diligence»*, in ZHR, 165 (2001), 367 ss., UMBERTO TOMBARI, *Problemi in tema di alienazioni della partecipazione azionaria e attività di due diligence*, in BBT, I (2008), 73 ss.

⁽⁴⁴⁾ Sobre esta matéria, cfr. ANTÓNIO TELES/JOÃO CARMONA, *Garantias na alienação de empresa*, neste volume, 65 ss.

⁽⁴⁵⁾ Cfr. HARM PETER WESTERMANN, *Due Diligence beim Unternehmenskauf*, cit., 257 ss. Entre nós, em geral, cfr. PEDRO ROMANO MARTINEZ, *Cumprimento defeituoso em especial na compra e venda e na empreitada*, Coimbra, 2001, 181 ss.

⁽⁴⁶⁾ *Idem*.

⁽⁴¹⁾ Cfr. CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA, *Contratos ...*, 198-199. Também MANUEL CARNEIRO DA FRADA, *Contrato e deveres de protecção*, Coimbra (1994), 153-154. Para além deste dever legal de sigilo, e particularmente em situações de realização de auditorias, é usual serem celebrados pactos de confidencialidade mediante os quais o potencial adquirente se obriga a não divulgar informações que obtenha através desse processo (cfr. *infra*).

⁽⁴²⁾ HARM PETER WESTERMANN, *Due diligence beim Unternehmenskauf*, in ZHR, 169, 2005, 248 ss., e PETER HEMELING, *Gesellschaftsrechtliche Fragen der Due Diligence beim Unternehmenskauf*, in ZHR, 169 (2005), 289.

invalidante do erro. Como a doutrina civilística é hoje praticamente unânime a salientar, a desculpabilidade não é requisito de relevância do erro ⁽⁴⁷⁾. A miríade de questões jurídicas suscitadas pela actividade de *due diligence* não se esgota, contudo, nas implicações que a realização ou omissão desta tem na relação alienante-adquirente, projectando-se de igual forma nas relações dos administradores da sociedade alvo e da sociedade adquirente com as respectivas sociedades.

A um tempo, afigura-se relevante determinar em que medida o empenho na realização de auditorias à sociedade alvo corresponde a um dever dos administradores da sociedade adquirente. Os pontos de partida desta questão encontram-se no artigo 64.º, n.º 1, alínea a), CSC, do qual decorre, a par de outros *deveres de cuidado*, um dever de obtenção da informação necessária ao adequado desenvolvimento da actividade societária ⁽⁴⁸⁾ articulado com o artigo 72.º, n.º 2, CSC. A operação de aquisição de empresas envolve, usualmente, riscos elevados para o adquirente, os quais se devem a factores tais como o volume dos investimentos que consubstanciam e a opacidade do objecto adquirido. Impõe-se, por isso, *prima facie*, aos administradores a obtenção de informações sobre a sociedade alvo: a realização de auditorias é o instrumento típico no tráfego negocial para a sua obtenção. Não significa isto, contudo, que a aquisição de empresas sem a prévia realização de *due diligence* esteja em qualquer caso proscribida pelos deveres de cuidado que impendem sobre os administradores. Através de uma apreciação global das circunstâncias do caso concreto e de uma ponderação do risco envolvido em cada operação, pode a administração chegar à conclusão, mesmo sem a realização prévia de *due diligence*, que a aquisição em questão é conforme ao interesse social ⁽⁴⁹⁾. Nesta aferição, haverá que

⁽⁴⁷⁾ Cfr. PAULO MOTA PINTO, *Requisitos de relevância do erro*, in *Estudos em homenagem ao Professor Doutor Inocêncio Galvão Telles*, IV, Coimbra (2003), 81-85, com exaustivas indicações bibliográficas.

⁽⁴⁸⁾ PAULO CÂMARA, *O Governo das sociedades e a Reforma do Código das Sociedades Comerciais*, in *Código das Sociedades Comerciais e Governo das Sociedades*, Coimbra (2008), 31-32.

⁽⁴⁹⁾ PETER HEMELING, *Gesellschaftsrechtliche Fragen der Due Diligence beim Unternehmenskauf*, cit., 280 ss., MARKUS STOFFELS, *Grenzen der Informationsweitergabe durch den Vorstand einer Aktiengesellschaft im Rahmen einer «Due Diligence»*, cit., 371 ss.

ter em consideração factores como as efectivas possibilidades factuais e jurídicas da realização de auditorias, o esforço financeiro que a operação representa para a sociedade adquirente, o perfil de risco e a complexidade da empresa alvo, o grau de informação sobre a sociedade alvo que a sociedade adquirente disponha independentemente da realização de *due diligence*, as garantias concedidas pelo alienante e o eventual reflexo da não realização de auditorias no preço de venda das participações em questão ⁽⁵⁰⁾. A *business judgment rule* satisfaz-se com a actuação do administrador em termos informados, livre de conflito de interesses e segundo critérios de racionalidade empresarial (artigo 72.º, n.º 2, CSC), pelo que sempre que o grau de informação detida pelo administrador for adequado às características da operação, estará excluída qualquer eventual ilicitude da conduta dos administradores.

A outro tempo, há que lembrar que o dever de lealdade perante a sociedade, ao proscrever a transmissão de informação relativa a segredos da sociedade ⁽⁵¹⁾, proíbe os administradores da sociedade alvo de transmitir ao alienante determinadas informações que sejam desconhecidas do mercado e cuja divulgação seja susceptível de atentar contra o interesse social ⁽⁵²⁾. São, no entanto, frequentemente estas que mais interesse têm para o adquirente e aquelas que mais essenciais são para a correcta formação do preço.

O dever de sigilo não pode, porém, ser concebido como irretido. A admissibilidade da concessão de autorização para a realiza-

⁽⁵⁰⁾ Cfr. RÜDIGER WERNER, *Haftungsrisiken bei Unternehmensakquisitionen: die Pflicht des Vorstands zur Due Diligence*, in ZHR (2000), 23, 990 ss.

⁽⁵¹⁾ Cfr. ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito das sociedades*, I, cit., 827.

⁽⁵²⁾ O que é dito em texto não se aplica, como decorre do acima dito (cfr. *supra* nt. 38), à informação cujo segredo é imposto por lei, como sejam, v. g., as informações cobertas pelo segredo profissional, normas sobre protecção de dados, cobertas pelo segredo bancário ou informações cuja transmissão consubstancie eventual lesão dos direitos de personalidade de terceiros (cfr., *inter alia*, RÜDIGER WERNER, *Haftungsrisiken bei Unternehmensakquisitionen: die Pflicht des Vorstands zur Due Diligence*, in *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* (2000), 23, 992-993. Nesses casos, sendo a omissão de divulgação injuntivamente imposta à sociedade, essa exigência não pode ser contra-balançada com razões relativas ao interesse social.

ção de *due diligence* pela administração da sociedade alvo é aferida através de um juízo casuístico de ponderação entre as imposições de sigilo e o dever de prossecução de outras manifestações do interesse social⁽⁵³⁾. Consoante as circunstâncias de cada operação em concreto, a margem de livre decisão da administração pode ser mais ou menos comprimida por zonas de imposição ou proibição de divulgação de informação⁽⁵⁴⁾. A transmissão de informação sigilosa apenas poderá ser disponibilizada pelos administradores da sociedade alvo ao potencial adquirente de participações sociais, *se e na medida* em que o interesse social assim o permita ou imponha. Esquemáticamente, podemos, destarte, distinguir três situações diferentes, consoante o estatuto deontico da transmissão da informação sigilosa. Esta pode ser:

- *Proibida*, sempre que o interesse social não implicar qualquer decréscimo das exigências de sigilo;
- *Permitida*, quando existirem razões que legitimem a divulgação das informações ao potencial adquirente, mas que não sejam suficientes para tornar a sua retenção como contrárias ao interesse social;
- *Imposta*, em situações excepcionais em que o interesse social reclame impreterivelmente a total colaboração da sociedade no sentido na concretização da aquisição.

⁽⁵³⁾ PETER HEMELING, *Gesellschaftsrechtliche Fragen der Due Diligence beim Unternehmenskauf*, cit., 279 ss. JESÚS ALEMANY EGUIDAZU, *Auditoria legal — Due diligence y opiniones legales en los negocios mercantiles*, Pamplona (2008), 35 ss. HOLGER FLEISCHER, *Konkurrenzangebote und Due Diligence*, cit., 652, MICHAEL KORT, anotação ao § 76, in *Großkommentar zum Aktiengesetz* (org: HOPT/WIEDERMANN), 19. Lieferung: §§ 76-83, n.º 124 ss. Sendo o dever de sigilo decorrência do dever de lealdade perante a sociedade, esta situação não consubstancia um genuíno conflito de deveres de sinal contrário. O dever de lealdade, por definição, não exige comportamentos contrários ao interesse social, pelo que este se apresenta aqui como verdadeiro *limite intrínseco* do dever de sigilo, sendo a ponderação referida em texto concernente à delimitação da extensão do próprio dever de sigilo.

⁽⁵⁴⁾ Sobre a discricionariedade dos administradores da sociedades comerciais, cfr. MARKUS ROTH, *Unternehmerisches Ermessen und Haftung des Vorstands*, München (2001), *passim*, em especial 74 ss.

Assim, a admissibilidade da concessão de autorização para a realização de auditorias pela administração da sociedade alvo dependerá de factores como a possibilidade de abuso da informação transmitida (se o potencial adquirente for um concorrente, *ceteris paribus*, impõe-se o dever de sigilo), o momento do processo negocial e a seriedade das intenções do adquirente (por regra, apenas se pode admitir a transmissão de informação, quando a intenção de aquisição já estiver suficientemente concretizada, *v. g.* através de um memorando de entendimento ou de carta de intenções), das vantagens que possam decorrer da aquisição para a sociedade (como seja o acesso a novas fontes de financiamento, a novos mercados, a *know-how* relevante) ou da interposição de especialistas neutros⁽⁵⁵⁾ ou a celebração com o potencial adquirente de acordos de sigilo suficientemente dissuasores de abusos da informação obtida⁽⁵⁶⁾, sem os quais, por regra, não haverá qualquer cedência do dever de sigilo⁽⁵⁷⁾.

Quando não estiverem reunidas condições que assegurem que a probabilidade da concretização da transacção e que acautelem a realização de abusos, a transmissão ou disponibilização de informação pelos administradores da sociedade-alvo ao potencial adquirente não será permitida. Por outro lado, são concebíveis, apesar da sua acentuada excepcionalidade, situações em que a forte confluência dos critérios levados à ponderação pode originar uma situação de *redução da discricionariedade a zero*, caso em que os administradores terão, perante a sociedade, o dever de permitir a realização de auditorias⁽⁵⁸⁾. Porém,

⁽⁵⁵⁾ DIETRICH BIHR, *Due Diligence: Geschäftsführungsorgane im Spannungsfeld zwischen Gesellschafts- und Gesellschafterinteressen*, in *Betriebs-Berater* (1998), 1198 ss.

⁽⁵⁶⁾ Dadas as dificuldades inerentes à produção de prova e quantificação dos danos causados pela violação dos acordos de sigilo, a estes são frequentemente apostas cláusulas penais.

⁽⁵⁷⁾ Falando de um dever de obtenção de meios de garantia efectiva da segurança da informação transmitida ("*Ergreifung effektiver Sicherheitsvorkehrungen*"), MARKUS STOFFELS, *Grenzen der Informationsweitergabe durch den Vorstand einer Aktiengesellschaft im Rahmen einer «Due Diligence»*, cit., 376 ss.

⁽⁵⁸⁾ Cfr. PETER HEMELING, *Gesellschaftsrechtliche Fragen der Due Diligence beim Unternehmenskauf*, cit., 291. Para além de exemplos extremos como aqueles em que a concretização da operação de aquisição de participações sociais se afigura como a única via de assegurar a subsistência da sociedade, há que referir a situação em que

mesmo nesta situação; o incumprimento desse dever apenas tem relevância nas relações internas administrador-sociedade, não dando lugar a qualquer pretensão indemnizatória, quer do accionista alienante, quer do potencial adquirente ⁽⁵⁹⁾.

Como acima foi visto, a admissibilidade da disponibilização de informação sujeita a um regime de sigilo pelos administradores da sociedade alvo a um potencial adquirente, depende por regra, no que concerne à relação de administração em questão, da prévia celebração de um acordo de confidencialidade entre a sociedade alvo e o potencial adquirente. Assim se compreende, uma vez que através do processo de *due diligence* o potencial adquirente obtém informações não divulgadas pela empresa — por vezes detalhadas — que podem dizer respeito a aspectos essenciais do seu funcionamento (como relações com fornecedores e clientes, projectos estratégicos ou processos de fabrico). Isto não implica, naturalmente, que a celebração desse acordo seja condição de licitude da realização de auditorias.

Mesmo na ausência de um acordo através do qual as partes regulem os limites da utilização da informação obtida através da realização da auditoria pelo potencial adquirente, e sendo o acesso a estas informações apenas possibilitado pela colaboração da sociedade alvo, o potencial adquirente fica, como *supra* referido, sujeito *ex bona fides* a deveres de sigilo. Mais: a

existe consenso entre os sócios quanto ao carácter vantajoso para a sociedade da concretização da operação: isto, dado que o interesse societário não é senão o interesse colectivo dos sócios, o qual, em tudo o que não for heterónoma e injuntivamente definido pelo ordenamento, é definido por referência à vontade destes (cfr. ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Direito das Sociedades Comerciais*, I (2007), 820 ss.).

⁽⁵⁹⁾ Cfr. PETER HEMELING, *Gesellschaftsrechtliche Fragen der Due Diligence beim Unternehmenskauf*, cit., 292. O facto de se tratar da violação de deveres relativos e, como tal, insusceptíveis de constituir uma obrigação de indemnizar danos causados a terceiros, não prejudica, como diz o A., essa imputação de danos em “situações extremas” de causação dolosa de danos de forma contrária aos bons costumes (§ 826 BGB). Sobre a viabilidade do recurso ao artigo 334.º CC para a sustentação de uma “terceira cláusula geral de responsabilidade civil” baseada na causação de danos contrária aos bons costumes no ordenamento jurídico português, cfr. JORGE SINDE MONTEIRO, *Responsabilidade ...*, 545 ss., MANUEL CARNEIRO DA FRADA, *Teoria da confiança e responsabilidade civil*, Coimbra (2003), 164 ss. (nt. 121), e MAFALDA MIRANDA BARBOSA, *Liberdade vs. responsabilidade*, Coimbra (2006), 297 ss.

boa fé, obrigando as partes a um comportamento leal mesmo terminadas as negociações, proíbe que, não se concretizando a operação, o potencial adquirente use em prejuízo do potencial alienante as informações desta forma obtidas, o que tem particular relevância em casos em que estes sujeitos concorrem no mesmo mercado de produto ⁽⁶⁰⁾.

As questões concernentes à admissibilidade e à eventual obrigatoriedade de transmissão ou disponibilização de informação através de *due diligence* na fase preliminar do processo de aquisição de empresas adquirem uma acrescida complexidade quando a sociedade alvo seja uma sociedade cotada e, designadamente, quando a aquisição em questão se realiza através de oferta pública.

III — Aos requisitos delimitadores da licitude da transmissão de informação ao potencial adquirente, cumula-se aquele representado pelo artigo 378.º, n.º 1, CVM, na medida em que, através da colaboração na realização de auditorias, os administradores transmitam ao potencial adquirente informação que preencha os requisitos qualificativos do artigo 378.º, n.º 3, CVM. A ilicitude da transmissão de informação está excluída no caso de o agente actuar no “âmbito normal das suas funções”. Porém, afigura-se que tal cláusula não se mostra suficiente para legitimar toda a transmissão de informação privilegiada a qualquer potencial adquirente. Neste quadro, para que a informação possa ser legitimamente transmitida, a sociedade deve reunir garantias quanto a uma probabilidade mínima de êxito na operação aquisitiva, assim como a verificação comprovada do interesse da sociedade alvo ⁽⁶¹⁾.

⁽⁶⁰⁾ Assim, com indicações bibliográficas e jurisprudenciais, FRANZ-JÖRG SEMLER, *Der Unternehmens- und Beteiligungskaufvertrag*, in HÖLTERS (Hrsg.), *Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs*, Köln (2005), 674 ss., salientando, igualmente, que os deveres de sigilo decorrentes da boa fé, não se cingem à informação sobre a sociedade alvo, podendo estender-se à própria decorrência de negociações tendentes à aquisição da empresa.

⁽⁶¹⁾ Sustentando que a interpretação da locução “âmbito normal das suas funções” deve ser interpretada atendendo à ponderação da colisão de interesses subjacentes ao preceito em análise, ou seja, entre os bens jurídicos protegidos pelo delito de *insider trading* e “as exigências funcionais das instituições jurídicas e económicas”, CHRISTIAN PAWLİK, anotação ao § 14 WpHG, in HIRTE/MÖLLERS, *Kölner Kommentar zum WpHG*, München (2007), n.º 46. No mesmo sentido, HEINZ-DIETER ASSMANN/PETER CRAMER,

Já a punibilidade daqueles que adquirem acções da sociedade cotada na sequência da obtenção de informação privilegiada através da realização de auditorias corresponde a um dos nódulos problemáticos da dogmática do *insider trading*. A esse respeito, impõe-se uma distinção entre transacções realizadas fora de mercado organizado e transacções realizadas em mercado organizado. A diferença relevante é a possibilidade de, na negociação fora de mercado organizado, os resultados das auditorias realizadas serem conhecidos de ambas as partes e, conseqüentemente, reflectidos na formação do preço pago pelo adquirente. Nessas situações, não havendo desigualdade de oportunidade de acesso à informação entre as partes, a celebração do negócio não é apta a prejudicar a confiança dos investidores na integridade do mercado de capitais: face ao bem jurídico tutelado pelo artigo 378.º CVM a punição deve ser excluída ⁽⁶²⁾. Quanto às aquisi-

anotação ao § 14, in ASSMANN/SCHNEIDER, *Wertpapierhandelsgesetz Kommentar*, Köln (1999), n.º 48).

Também relevante a este propósito é a posição, mais permissiva, que tem vindo a ser defendida na doutrina alemã a propósito do § 14, par. 1, n.º 2, WpHG, segundo a qual a transmissão de informação privilegiada seria sempre lícita, desde que o transmissário dessa informação estivesse sujeito a deveres legais ou contratuais de sigilo (cfr., neste sentido, *inter alia*, JOACHIM VON FALKENHAUSEN/STEFFAN WIDDER, *Die befugte Weitergabe von Insiderinformationen nach dem AnSVG*, in *Betriebsberater* (2005), 225 ss.). Esta argumentação assenta num pretenso paralelismo com o § 15, par. 1, n.º 3, WpHG, o qual encontra o seu equivalente normativo no artigo 248.º-A, n.º 1, CVM e, no que em especial releva para a questão em análise, na respectiva alínea c). No entanto, independentemente da conformidade dessa interpretação ao escopo prosseguido pela proscrição da transmissão de informação privilegiada, do enunciado normativo correspondente ao artigo 378.º, n.º 1, CVM (que se refere a transmissões de informação pelo *insider* “fora do âmbito normal das suas funções”, enquanto o § 14, par. 1, n.º 2, WpHG se refere, mais vagamente, à transmissão ou disponibilização de informações *de forma não permitida*) resulta a inadmissibilidade semântica da interpretação proposta.

⁽⁶²⁾ Assim, CHRISTIAN PAWLIK, anotação ao § 14 WpHG, in HIRTE/MÖLLERS, *Kölner Kommentar zum WpHG*, München, 2007, n.º 32, RAINER SÜßMANN, *Die befugte Weitergabe von Insiderinformationen*, in *Die Aktiengesellschaft* (1999), 169, e LUCA PICONE, *Trattative, due diligence ed obblighi informativi delle società quotate*, in *Banca, Borsa e Titoli de Crediti*, vol. LVIII (2004), 268. Indo mais longe e entendendo que, em virtude do princípio da subsidiariedade da intervenção penal, o âmbito de aplicação do delito de abuso de informação privilegiada se cinge à negociação em mercado organi-

ções efectuadas em mercado organizado a tendência é para admitir a licitude da aquisição de conjuntos de acções após a obtenção de informação privilegiada no decurso de auditorias, desde que se trate de aquisições de grandes conjuntos de acções e desde que o conjunto das acções adquiridas não exceda aquele que era inicialmente pretendido ⁽⁶³⁾. Não há, porém, unanimidade doutrinal nesta matéria ⁽⁶⁴⁾, assim como inexistente jurisprudência a este respeito, o que pode gerar incertezas, particularmente graves em matéria penal, quanto ao direito aplicável a cada situação. Um minucioso acompanhamento de cada operação é, assim, veementemente aconselhável.

Questão igualmente relevante é a que concerne a saber se o artigo 185.º, n.º 7, CVM, ao impor, em situação de ofertas públicas de aquisição concorrentes, a igualdade de tratamento entre oferentes quanto à informação prestada, impõe à sociedade visada que admita a realização de *due diligence* por um segundo oferente, quando previamente autorizou a realização de iguais auditorias por um primeiro oferente. O ponto é complexo e controvertido ⁽⁶⁵⁾. Certo é que, o preceito em questão apenas impõe a igualdade de tratamento entre *oferentes*, sendo que essa qualidade só é assumida *após* o lançamento da oferta, enquanto o momento em que a informação é mais crucial é aquele em que se forma a vontade de adquirir a

zado, JOSÉ DE FARIA COSTA/MARIA ELISABETE RAMOS, *O crime de abuso de informação privilegiada*, Coimbra (2006), 54 ss.

⁽⁶³⁾ Cfr. CHRISTIAN PAWLIK, anotação ao § 14 WpHG, in HIRTE/MÖLLERS, *Kölner Kommentar zum WpHG*, München (2007), n.º 33, NIRMAL ROBERT BANERJEA, *Due Diligence beim Erwerb von Aktien über die Börse*, in *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht*, 38 (2003), 1734 ss., com argumentações divergentes.

⁽⁶⁴⁾ Entendendo que, na aquisição em mercado organizado, o adquirente ou divulga a informação obtida através da *due diligence* ou se abstém de efectuar a transacção, LUCA PICONE, *Trattative, due diligence ed obblighi informativi delle società quotate*, in *Banca, Borsa e Titoli de Crediti*, vol. LVIII (2004), 239. Contra a admissibilidade da transmissão pela sociedade alvo de informação privilegiada ao potencial adquirente de uma participação relevante no seu capital, no âmbito de transacções realizadas em mercado regulamentado, pronuncia-se ainda RAINER SÜßMANN, *Die befugte Weitergabe von Insiderinformationen*, in *AG* (1999), 169.

⁽⁶⁵⁾ Cfr. a síntese em HOLGER FLEICHER, *Konkurrenzangebote und Due Diligence*, in *ZIP*, 15 (2000), 651 ss.

sociedade alvo, ou seja, o momento *antes* do lançamento da oferta pública ⁽⁶⁶⁾.

§ 3.º CLÁUSULAS COMUNS NO TRÁFEGO

5. Razão de ordem; as “cláusulas de garantia”

I — Mercê da diversidade das possíveis configurações das operações, é igualmente extenso o catálogo de cláusulas contratuais de uso recorrente na prática. Não se pode pretender, por isso, disponibilizar um quadro exaustivo de tais cláusulas cingindo-nos à apresentação de algumas de entre as de maior utilização e dentro destas, dada a miríade de concretas conformações que cada tipo de cláusula pode revestir, aos seus traços estruturais.

II — Muito frequente na prática negocial é a estipulação das chamadas “cláusulas de garantia”, tanto nos contratos de aquisição de empresas (*asset deals*) como de aquisição de participações sociais (*share deals*), ainda que com maior incidência nestes últimos. Trata-se de uma prática que consubstancia uma demonstração paradigmática da influência anglo-saxónica na prática negocial de ordenamentos jurídicos de matriz continental, correspondendo a uma mimetização das famosas cláusulas de *reps and warrs* norte-americanas.

Note-se, porém, que as *representations and warranties* norte-americanas não têm, no quadro dos sistemas continentais, como é o português, um enquadramento jurídico uniforme.

Atendendo ao significado que estes termos têm na prática negocial, uma “*representation*” é uma declaração de facto, normalmente feita pelo vendedor, que visa descrever factos passados ou presentes. Diferenciam-se, assim, face às “*warranties*”, por não serem constitutivas de vinculações jurídicas susceptíveis de violação em caso da sua desconformidade com a realidade. Por sua vez, estas últimas, visam *assegurar* à contraparte determinada situação de facto ou qualidade do objecto do

⁽⁶⁶⁾ Cfr. ORLANDO VOGLER GUINÉ, *Da Conduta (Defensiva) da Administração Opada*, Coimbra (2010), 113-114.

negócio, sendo fonte de vinculações jurídicas tuteladoras dos interesses dessa contraparte ⁽⁶⁷⁾.

Sob cada uma destas designações são referidas de modo unitário declarações negociais cujas qualificações técnico-jurídica, e consequente regime aplicável, são consideravelmente díspares ⁽⁶⁸⁾.

Assim estas declarações podem, entre outras, revestir a natureza de declarações negociais que concorrem para determinar contratualmente o objecto devido do contrato ou para constituir obrigações de garantia autónomas ⁽⁶⁹⁾, como podem consubstanciar declarações unilaterais desprovidas de carácter modelador do conteúdo negocial mas geradoras de confiança no destinatário, e portanto susceptíveis de fundamentar a responsabilidade do declarante pela quebra da confiança do declaratário, ou mesmo apenas como meras declarações juridicamente inoperantes, mas cuja inscrição em documento tem evidente relevância probatória quanto a factos psicológicos imputáveis ao adquirente ou ao alienante. A interpretação das declarações das partes, através dos critérios comuns plasmados nos artigos 236.º e segs. CC, assume, assim, um papel decisivo na determinação da espécie e do grau de protecção do adquirente em caso de incorrecção das informações dadas pelo alienante. Certo, de resto, é, que o facto de estas estipulações surgirem epigrafadas de “representações e garantias”, como tão frequentemente sucede na prática negocial, não permite, por si só, concluir por qualquer regime unitário. A utilização de conceitos típicos da prática negocial anglo-saxónica ⁽⁷⁰⁾ — cuja influência se sente com

⁽⁶⁷⁾ Cfr. PATRÍCIA AFONSO FONSECA, *Da responsabilidade na transmissão de participações sociais nas sociedades anónimas*, diss. (2010), 160-175.

⁽⁶⁸⁾ Cfr. FRANZ-JÖRG SEMLER, *Der Unternehmens- und Beteiligungskaufvertrag*, in HÖLTERS (Hrsg.), *Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs*, Köln (2005), 733.

⁽⁶⁹⁾ Pronunciando-se no sentido de uma natureza unitária das cláusulas de garantia, vendo nelas fontes de obrigações autónomas de garantia, cfr. FÁBIO CASTRO RUSSO, *Das cláusulas de garantia nos contratos de compra e venda de participações sociais de controlo*, in *Direito das Sociedades em Revista*, 2/4 (2010), 132-135.

⁽⁷⁰⁾ A este propósito remete-se, em geral, para WOLFGANG WIEGAND, *Amerikanisierung des Rechts, insbesondere des Bank- und Wirtschaftsrechts*, in *Corporations, Capital Markets and Business in the Law: Liber Amicorum Richard M. Buxbaum* (ed. Baums/Hopt/Horn), The Hague (2000), 601 ss., e HEINRICH HONSELL, *Amerikanische Rechtskultur*, in *Festschrift für Roger Zäch zum 60. Geburtstag* (ed. Forstmoser/von der Crone/Weber/Zobl), Zürich (1999), 9 ss. A necessidade de particular cautela na

particular intensidade no domínio das operações de aquisição de empresas — na redacção de contratos de lei portuguesa, não deve, assim, ocorrer acriticamente: as profundas diferenças entre o ordenamento jurídico de origem dessas práticas negociais e o respectivo ordenamento de recepção levam a uma diminuição da operatividade desses conceitos e, no limiar, à insegurança quanto à interpretação do contrato e, conseqüentemente, quanto às posições jurídicas das partes contratantes.

III — Quanto ao seu conteúdo, é usual distinguir as declarações de garantia entre garantias formais (*legal warranties*) e garantias empresariais (*business warranties*), respeitando as primeiras à regularidade da constituição e titularidade pelo adquirente das participações sociais adquiridas e as segundas a aspectos da empresa societária (directa ou indirectamente) alienada ⁽⁷¹⁾. Estas últimas, de longe as mais relevantes, podem assegurar aspectos tão variados quanto:

- A solvência da sociedade;
- A estrutura do grupo de que a sociedade seja empresa-mãe ou no qual se insira;
- A composição do património societário;
- A rentabilidade da empresa;
- A existência de determinado montante de capital próprio;
- A inexistência de passivo, ou de passivo superior a determinado montante;
- A existência de contabilidade organizada e sua regularidade;
- A continuidade dos negócios desde a data do último balanço (*absence of material changes*);
- A existência de determinadas relações com fornecedores;
- A existência ou inexistência de acordos parassociais relevantes;
- A inexistência de ónus incidentes sobre as participações sociais ou sobre bens alienados;

transposição de institutos da prática de M&A anglo-saxónica para o contexto de ordenamentos jurídicos continentais é, ainda, enfatizada por MARTIN HENSSLER, *Material Adverse Change-Klauseln ...*, 739.

⁽⁷¹⁾ Cfr. JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, *A empresa como objecto de negócios*, in *Revista da Ordem dos Advogados*, Ano 68, Setembro/Dezembro (2008), 783-785.

- A conformidade da actividade da empresa aos parâmetros normativos aplicáveis;
- A inexistência de relações contratuais por executar (*no pending business transactions*);
- A inexistência de litígios que envolvam a sociedade;
- A inexistência de inquéritos que incidam sobre a sociedade;
- A titularidade de determinados bens (imóveis, direitos de propriedade intelectual ou industrial) pela sociedade;
- A existência de determinadas relações contratuais, ou inexistência de outras relações contratuais que não as declaradas ou as correspondentes a determinados tipos; ou
- A existência de licenças ou autorizações para o exercício da actividade a que a empresa se dedica.

Note-se que estas declarações assumem uma particular relevância no contexto do ordenamento jurídico português, onde o regime da compra e venda de coisas defeituosas ⁽⁷²⁾ e a sua aplicabilidade à compra e venda de empresas ⁽⁷³⁾ é especialmente controvertido ⁽⁷⁴⁾, contribuindo, portanto, não só para a distribuição do risco inerente ao contrato, como

⁽⁷²⁾ Sendo este, certamente, um dos aspectos mais discutidos do direito civil português nas últimas décadas. Para um apanhado geral das múltiplas posições a este propósito, cfr. NUNO MANUEL PINTO OLIVEIRA, *Contrato de compra e venda*, Coimbra (2008), 195 ss.

⁽⁷³⁾ O tema subjaz ao Acórdão do Tribunal Arbitral de 31 de Março de 1993, bem como diversos Pareceres de Direito elaborados a propósito do caso. Cfr., a propósito deste célebre caso: *A Privatização da Sociedade Financeira Portuguesa*, Lisboa (1995); ANTUNES VARELA, *Anotação a Tribunal Arbitral — Acórdão de 31 de Março de 1993*, RLJ (1993), 160 ss.; M. HENRIQUES MESQUITA, *Oferta pública de venda de acções e violação do dever de informar*, Coimbra (1996); JOÃO CALVÃO DA SILVA, *Compra e venda de empresas*, CJ (1993), II, 9 ss.; MENEZES CORDEIRO/RITA AMARAL CABRAL, *Aquisição de empresas: vícios na empresa privatizada. Responsabilidade pelo prospecto. Culpa 'in contrahendo'. Indemnização*, Lisboa (1995). Mais recentemente, com extensas indicações bibliográficas, ANTÓNIO PINTO MONTEIRO/PAULO MOTA PINTO, *Compra e venda de empresa*, in *Revista de Legislação e de Jurisprudência*, n.º 3947, 76 ss.

⁽⁷⁴⁾ Sobre o tema: CLEMENTE V. GALVÃO, *Declarações e garantias em compra e venda de empresas. Algumas questões*, *Actualidad Jurídica* (2005), 103-107; Id., *Conteúdo e Incumprimento do Contrato de Compra e Venda de Participações Sociais*, in *ROA* (2010), no prelo.

também para o aumento da certeza das partes em relação aos efeitos jurídicos despoletados pelo seu acordo.

6. Cláusulas sobre a violação de cláusulas de garantia; cláusulas de exclusão e limitação da responsabilidade civil e cláusulas penais

Igualmente frequentes, embora desempenhando uma função oposta, são algumas cláusulas típicas que vêm limitar material ou temporalmente a responsabilidade de uma das partes, tipicamente do alienante. Entre estas, celebram-se cláusulas de *no reliance* (as quais visam excluir a relevância das informações trocadas entre as partes durante o processo de negociações), cláusulas de restrição de responsabilidades (*limitation of liability*), através das quais as partes determinam quais os aspectos da empresa em relação aos quais o alienante não assume responsabilidade e cláusulas através das quais as partes acordam o prazo de caducidade das garantias instituídas (*surviving clauses*).

Contudo, as estipulações usualmente mais relevantes dentro deste universo de cláusulas são aquelas que estabelecem patamares mínimos a partir dos quais o lesado poderá exercer a sua pretensão indemnizatória (cláusulas de *basket amount*) e aquelas que estabelecem um limite quantitativo ao montante agregado de indemnizações que o adquirente pode reclamar. A validade de ambos estes tipos de estipulações depende da sua conformidade com o crivo dos artigos 809.º e 810.º CC. Desde que estes limites sejam mantidos dentro de patamares razoáveis, nada haverá a obstar à sua validade ⁽⁷⁵⁾.

7. Sujeição do efeito translativo a condições suspensivas (*conditions precedent*); as cláusulas sobre alterações depreciativas (*MAC/MAE clauses*)

I — Também de grande frequência na *praxis* negocial é a estipulação de cláusulas que condicionam a efectivação da transmissão à

⁽⁷⁵⁾ Cfr., sobre os limites das cláusulas limitativas da responsabilidade civil em geral, ANTÓNIO PINTO MONTEIRO, *Cláusulas limitativas e de exclusão de responsabilidade civil*, Coimbra (2003), *passim* e NUNO MANUEL PINTO OLIVEIRA, *Cláusulas acessórias ao contrato*, Coimbra (2005), 13-39.

realização ou não realização de determinados eventos. Usuais são as cláusulas que condicionam a produção do efeito translativo, ou a obrigação de celebrar actos tendentes à produção desse efeito, à conclusão com resultado positivo de *due diligence* sobre a empresa adquirida, à aprovação por determinado órgão do alienante ou do adquirente ou à inexistência de proibição legal que incida sobre a operação, entre outros eventos.

II — Cabe, porém, notar que nem sempre os eventos referidos nas típicas cláusulas que sujeitam a concretização da aquisição à verificação de determinados factos correspondem a condições *proprio sensu*. É, designadamente, frequente na *praxis* negocial que entre as *conditions precedent* figure a referência a eventos que não se afiguram *futuros e incertos* (artigo 270.º CC), sendo antes referentes a factos pretéritos ou concomitantes da celebração do contrato. Quando assim suceder estaremos perante uma *condição imprópria*, porque referida ao passado ou ao presente (*conditio in praesens vel praeteritum collata o relata*), não se subsumindo estas ao conceito de condição utilizado nos artigos 270.º a 277.º CC. A sujeição dessas condições impróprias às normas decorrentes daqueles preceitos apenas poderá ser considerada ponto por ponto, na medida em que as razões justificativas de cada norma procedam perante cada concreta cláusula estipulada ⁽⁷⁶⁾. Sendo que a generalidade destas normas se funda, ou pelo menos pressupõe, precisamente, numa dilação temporal entre o momento da celebração do contrato e a ocorrência do evento condicional ⁽⁷⁷⁾, o campo para a aplicação analógica

⁽⁷⁶⁾ Salientando que a aplicabilidade às condições impróprias das do regime da condição apenas pode ser considerado através de juízos de analogia cfr. ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Tratado de Direito civil português*, VI, Coimbra (2005), 717.

⁽⁷⁷⁾ Cfr. REINHARD BORK, *Allgemeiner Teil des Bürgerlichen Gesetzbuch*, Tübingen (2006), 477. Que o carácter necessariamente futuro do evento condicional é um pressuposto basilar do regime da condição é particularmente visível, por um lado, nos artigos 272.º a 274.º (que regulam aspectos relativos ao período que intermedeia entre celebração do negócio condicionado e a verificação da condição) e, por outro, pelos artigos 276.º e 277.º CC, os quais, ao regular a retroacção da dos efeitos condicionados ao momento da celebração do negócio, pressupõem a não identidade entre o momento da verificação da condição e o momento da conclusão do negócio. O mesmo vale, alias, para o artigo 275.º CC. Tendo em conta que a impossibilidade originária da verificação da condição é regulada pelo

das normas que formam o regime da condição às *conditiones in prae-sens vel in praeteritum collatae o relatae* será, porém, reduzido ⁽⁷⁸⁾.

Não obstante esta fundamental diferença face às condições em sentido próprio as “condições” relativas a eventos passados ou presentes têm com aquelas uma similitude fundamental: também estas fazem depender a eficácia dos negócios jurídicos a que são apostas da verificação de determinados factos, os quais são desconhecidos de pelo menos uma das partes ⁽⁷⁹⁾. Assim, quando as partes configurarem como *condition precedent* um facto pretérito ou concomitante da celebração do contrato, a existência desse facto será condição de eficácia desse contrato.

III — Entre estas cláusulas condicionais, ocupam lugar de destaque as cláusulas sobre alterações depreciativas (designadas cláusulas MAC, “*Material Adverse Change*”, ou MAE “*Material Adverse Event*”), as quais estabelecem como condição da efectivação da operação que, entre o momento da celebração do contrato e a data do *closing* a sociedade adquirida não sofra relevantes alterações depreciativas ⁽⁸⁰⁾. Com base

artigo 271.º, n.º 2, CC, a “certeza de que a condição se não pode verificar” (pressuposto do artigo 275.º, n.º 1, CC) apenas se pode referir a uma impossibilidade verificada durante a pendência da condição. De igual forma, o n.º 2 do mesmo preceito, ao estabelecer as consequências de uma *conduta* violadora de deveres de boa fé num momento em que (i) já existe condição e em que (ii) a condição ainda não se verificou, pressupõe um intervalo temporal entre a celebração do negócio condicionado e o momento em que a condição é impedida ou provocada, no qual essa conduta possa ter, ou não, lugar. Aliás, tanto o conceito de “impedimento” como o de “provocação” implicam uma dinâmica temporal: apenas existe, respectivamente, impedimento ou provocação de uma condição se num momento a verificação dessa condição é (meramente) possível e, posteriormente, essa possibilidade vem a ser *extinta* ou *concretizada* através de uma qualquer intervenção humana.

⁽⁷⁸⁾ Do regime legal da condição parecem apenas ser aplicáveis às “condições” passadas ou presentes as regras sobre a admissibilidade das condições (artigo 271.º CC). Neste sentido, WERNER FLUME, *Allgemeiner Teil des Bürgerlichen Rechts — Das Rechtsgeschäft*, Berlin (1992), 679.

⁽⁷⁹⁾ Enfatizando este aspecto, WERNER FLUME, *Allgemeiner ...*, 679.

⁽⁸⁰⁾ Cfr. sobre o tema ANDREW SCHWARTZ, *A 'Standard Clause Analysis' of the Frustration Doctrine and the Material Adverse Change Clause*, *UCLA Law Review*, Vol. 57 (2010), disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1466131>; ROBERT MILLER, *The Economics of Deal Risk: Allocating Risk Through MAC Clauses in Business Combination Agreements*, *William & Mary Law Review*, Vol. 50 (2009), disponível em <http://ssrn.com/abstract=1375143>.

na classificação de HOPT, a multiplicidade de cláusulas MAC encontradas no tráfego negocial podem ser ordenadas em (i) cláusulas relativas a eventos relacionados com a sociedade alvo, (ii) cláusulas relativas a eventos relacionados com o mercado e (iii) cláusulas relativas a eventos relacionados com o adquirente ⁽⁸¹⁾, às quais se pode ainda acrescentar as (iv) cláusulas relativas a eventos de força maior ⁽⁸²⁾.

Através destas cláusulas, o adquirente protege-se contra eventuais depreciações sofridas pela empresa adquirida durante o período decorrido entre a celebração do contrato de aquisição e a produção do efeito translativo: quanto mais ampla for a redacção destas cláusulas, mais robusta será a protecção do adquirente. Pelos motivos inversos, tendencialmente o alienante tentará, no curso das negociações, reduzir ao mínimo a amplitude destas cláusulas, seja propondo redacções mais restritivas, seja estabelecendo excepções (*carve outs*) ou limiares de relevância (*materiality thresholds*). Cabe, de resto, salientar que, as cláusulas MAC para além de objecto de intensa negociação, são também fonte de frequente litigância no contexto aplicativo, em parte devido ao seu carácter aberto que costumam revestir.

Este tipo de cláusulas pode assumir um carácter suspensivo ou um carácter resolutivo, consoante as partes estipulem que a execução do contrato seja diferida para um determinado momento posterior, desde que até lá não se verifique algum “MAC-event”, ou que o contrato se resolva no caso de, até à data determinada para o *closing*, se verificar algum dos eventos condicionais ⁽⁸³⁾. Qualificando-se estas

⁽⁸¹⁾ Cfr. KLAUS J. HOPT, *Cláusulas de cambio adverso sustancial (material adverse change «MAC») en el derecho del mercado de valores y de adquisición de acciones cotizadas*, in *Estudios de derecho de sociedades y del mercado de valores*, Madrid-Barcelona-Buenos Aires (2010), 568-569.

⁽⁸²⁾ Cfr. ANNE KINDT/DENNIS STANEK, *MAC-Klauseln in der Krise*, in *Betrieb-Berater* (2010), 25, p. 1491.

⁽⁸³⁾ Poder-se-ia duvidar da utilidade destas cláusulas — também elas fruto da prática negocial anglo-saxónica — no âmbito de contratos de lei portuguesa, devido à consagração supletiva pelo Direito comum do milenar regime da alteração das circunstâncias (sobre a alteração das circunstâncias e o artigo 437.º CC, cfr., por todos, ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Da boa fé no direito civil*, Coimbra (1985), 903 ss. Segundo este regime, sofrendo as circunstâncias em que as partes fundaram a decisão de contratar uma alteração anormal, a parte lesada tem direito a requerer a resolução do contrato

cláusulas como verdadeiras condições suspensivas ou resolutivas, a sua aposição ao contrato determina a aplicação dos artigos 271.º a 275.º CC. As partes podem, portanto, estabelecer quaisquer factos como eventos relevantes, desde que dentro dos limites do artigo 271.º, n.ºs 1 e 2, CC.

De resto, quando a aquisição seja feita por via de oferta pública, a admissibilidade deste tipo de cláusulas sujeita-se ainda aos requisitos de validade decorrentes do artigo 124.º, n.ºs 3 e 4, CVM: as condições deverão corresponder a um interesse legítimo do oferente, não poderão

ou a sua modificação segundo juízos de equidade. No entanto, a estipulação destas cláusulas não tem um efeito meramente declarativo face ao Direito supletivo (cfr. MARTIN HENSSLER, *Material Adverse Change-Klauseln in deutschen Unternehmenskaufverträgen — (r)eine Modeerscheinung?*, in Festschrift für Ulrich Huber zum siebzigsten Geburtstag (org: Baums/Lutter/Schmidt/Wertenbruch), Tübingen (2006), 746 ss.): o parâmetro de relevância dos eventos depreciativos da empresa alvo ocorridos entre a celebração do contrato e o respectivo *closing* será, mediante a estipulação de cláusulas MAC, o conteúdo do acordo das partes e os princípios da boa fé. A qualificação pelas partes de determinada alteração fáctica como *alteração relevante* é, assim, condição suficiente da sua aptidão para fundamentar a desvinculação do contrato pelo adquirente. Verificada essa alteração, não será necessário demonstrar a contrariedade à boa fé da manutenção do programa contratual estabelecido, nem a não cobertura do evento depreciativo pelos “riscos próprios do contrato” — os quais, aliás, são contratualmente distribuídos através da estipulação destas cláusulas. A estipulação destas cláusulas permite, assim, uma maior precisão na distribuição dos riscos que possam incidir sobre a empresa, bem como uma maior nitidez na avaliação do risco que cada parte suporta, dado que a sua aplicação não passa, ao contrário do que sucede com o artigo 437.º CC, pela concretização de cláusulas gerais, as quais apresentam um risco acrescido de serem objecto de interpretações imprevistas pelos tribunais. A isto acresce que as consequências da verificação de um *material adverse event* contratualmente definido diferem das consequências jurídicas decorrentes da aplicação do instituto da alteração das circunstâncias. No caso de ser a cláusula MAC ser configurada como condição suspensiva a verificação do evento depreciativo tem como efeito a ineficácia do contrato. Verificado o evento negativo, o adquirente nunca ficará sujeito às vinculações contratuais. No caso de cláusulas MAC de tipo resolutivo, a sua verificação antes do *closing* tem como consequência a extinção retroactiva e automática do negócio (cfr. artigo 276.º CC). Em contraste com ambas estas situações, a verificação de uma alteração das circunstâncias relevante nos termos do artigo 437.º, n.º 1, CC tem apenas como efeito a atribuição à parte prejudicada pela alteração do poder de resolver o contrato (e, portanto, de o extinguir através de declaração unilateral) com efeitos *ex nunc* e apenas quando não haja lugar à mera modificação do contrato nos termos do n.º 2 do mesmo preceito.

afectar o funcionamento normal do mercado e não poderão ser susceptíveis de ser provocadas pelo próprio adquirente⁽⁸⁴⁾.

Note-se, contudo, que, embora a configuração típica das cláusulas MAC seja como condição suspensiva ou resolutiva do contrato de aquisição, nada obsta a que as partes atribuam outro tipo de consequências à verificação dos eventos depreciativos estipulados como relevantes, como sejam, designadamente, a redução do preço, o dever de renegociação do contrato, ou a atribuição ao adquirente do poder de resolver o contrato⁽⁸⁵⁾.

8. Cláusulas que estipulam deveres secundários de conduta (*covenants*)

I — Iguamente comuns nos contratos de aquisição de empresas são as cláusulas que, não versando especificamente sobre a empresa ou as participações sociais transaccionadas, nem sobre a respectiva contraprestação, cominam às partes obrigações secundárias relacionadas com essa aquisição. São disso exemplo as cláusulas que estatuem ao alienante a proibição de proceder a determinadas actuações sobre a empresa ou sobre a sociedade alvo sem o consentimento do adquirente, no período que intermedeia a celebração do contrato e a produção do efeito translativo dos bens da empresa ou das respectivas participações sociais⁽⁸⁶⁾, bem como a obrigação de o alienante informar o adquirente de classes de factos relevantes que ocorram durante esse mesmo período. Exemplificativas são ainda as cláusulas que vinculam o alienante a diligenciar para que se verifiquem as *conditions precedent* que dele dependam, como, por exemplo, a destituição dos administradores que não renunciem ao cargo⁽⁸⁷⁾.

⁽⁸⁴⁾ Sobre estas limitações, cfr. KAI HASSELBACH/JOHANNES WIRTZ, *Die Verwendung von MAC-Klauseln in Angeboten nach dem WpÜG*, in *Betriebs-Berater* (2005), 16, 842 ss., e KLAUS J. HOPT, *Cláusulas de cambio ...*, 571-578. Sobre as condições de oferta pública de aquisição no direito português em geral, cfr. PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos valores mobiliários ...*, 643-645.

⁽⁸⁵⁾ Cfr. ANNE KINDT/DENNIS STANEK, *MAC-Klauseln ...*, 1491-1492.

⁽⁸⁶⁾ Cfr. JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, *A empresa como objecto ...*, 766.

⁽⁸⁷⁾ Convém, contudo, salientar, que do artigo 272.º CC decorre já, genericamente, que aquele que aliena um direito sob condição suspensiva deve agir, na pendência da condição, segundo os ditames da boa fé” (sobre este preceito, em geral, cfr. ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Tratado de Direito civil, I/I, ...*, 723-725). Daqui decorre que,

II — Outro conjunto de estipulações típicas são as referentes a pactos de não concorrência ou de não solicitação. Mediante os primeiros, o alienante compromete-se a não exercer a actividade da empresa transaccionada ⁽⁸⁸⁾. Já através dos segundos, embora não seja convencionalizada a proibição de o alienante exercer a actividade económica objecto da empresa, este compromete-se a não tomar iniciativas que tenham por efeito a contratação de colaboradores da empresa transaccionada, ou a interferência noutras relações contratuais que tenham sido transferidas para o adquirente (no caso de *asset deals*) ou das quais seja parte a sociedade alvo (no caso de *share deals*).

9. Acordos parassociais relativos à transmissão de participações sociais

I — Pese embora não sejam, em rigor, cláusulas do contrato de aquisição da empresa ou das respectivas participações sociais, não podem, pela sua frequência e relevância, nomeadamente no âmbito de operações de capital de risco, deixar de ser referidas algumas cláusulas tipicamente inseridas em acordos parassociais celebrados em paralelo com contratos de aquisição de empresas e ainda inseridos, em termos amplos, na operação de aquisição de empresas ⁽⁸⁹⁾. São estas, designadamente, as cláusulas de preferência (próprias e impróprias), de *piggy back*, de *drag along* e de *tag along* ⁽⁹⁰⁾.

sempre que o preenchimento da condição depender necessariamente de uma conduta do alienante, este estará *ex bona fides* obrigado a adoptar essa conduta.

⁽⁸⁸⁾ Sobre estes pactos e os respectivos limites à sua validade, ainda que principalmente a propósito do trespassse, cfr. NUNO AURELIANO, *A obrigação de não concorrência do trespassante de estabelecimento comercial no Direito Português*, in *Estudos em homenagem ao Professor Doutor Inocêncio Galvão Telles*, IV, Coimbra (2003), 717 ss. Cfr., ainda, JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, *A empresa como objecto ...*, 768-769.

⁽⁸⁹⁾ Em geral: PAULO CÂMARA, *Parassociedade e Transmissão de Valores Mobiliários*, cit., *passim*.

⁽⁹⁰⁾ Cfr. REYES PALA LAGUNA, *La desinversión de las entidades de capital riesgo en relación con las ofertas públicas de valores y las salidas a Bolsa*, in *Revista Española de Capital Riesgo*, n.º 4 (2007), 65-68, e a referência em MANUEL CARNEIRO DA FRADA, *Acordos parassociais «omnilaterais»*, in *Direito das Sociedades em Revista*, I/2 (2009), 134.

II — As cláusulas parassociais de preferência denotam em relação à caracterização da preferência em geral apenas uma especificidade de objecto ⁽⁹¹⁾, ao consistirem no acordo mediante o qual um ou mais sujeitos se comprometem a dar prioridade entre si, ou a terceiro, na transmissão de acções ⁽⁹²⁾. O regime constante dos artigos 414.º CC e segs. é, assim, plenamente aplicável.

Ao lado das cláusulas de preferência em sentido técnico, cabe considerar outras figuras que apresentam características próximas. Primeira ilustração é a denominada nos sistemas anglo-saxónicos como opção de primeira recusa (*right-of-first-refusal*). Estes esquemas negociais não apresentam uma configuração totalmente sedimentada e uniforme, pois por vezes são tomados como puras cláusulas de preferência ⁽⁹³⁾ ou como cláusulas de consentimento ⁽⁹⁴⁾; no entanto, a modalidade de opção de primeira recusa que se destaca destas acepções antecedentes é a do direito a receber uma primeira oferta de venda, quando o accionista decida alienar os valores mobiliários, independentemente de ter uma oferta de aquisição apresentada por terceiro ⁽⁹⁵⁾.

III — Mais frequente nos direitos continentais são as denominadas *preferências com vínculo de preço* — cláusulas (estatutárias ou parassociais) de preferência, que sejam acompanhadas da previsão da fixação do preço pelo conselho de administração, por outro terceiro, ou determinado por referência ao valor contabilístico das participações sociais

⁽⁹¹⁾ De entre outros, v. AA.VV., *La Prelazione Volontaria* (G. BONILINI/A. GIOVATI/A. GUIOTTO/A. MORA), Milano (1993), *passim*; SANTORO-PASSARELLI, *Struttura e funzione della prelazione convenzionale*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.* (1981), 697-ss.; A. CATRICALÁ *Patto di preferenza*, *EdD XXXII* (1982), 511 ss.

⁽⁹²⁾ PEDERSOLI refere-se a hipóteses mais elaboradas de pactos de preferência: em cascatas, por grupos distintos de preferentes; preferência a favor de um terceiro designado pela maioria dos participantes do sindicato, de entre outras (*Sindacati di Blocco: validità, tipi, effetti*, cit., 238 ss.).

⁽⁹³⁾ Assim, HARRY G HENN/JOHN R. ALEXANDER, *Law of Corporations*, St. Paul (1993), 768.

⁽⁹⁴⁾ Cfr. CHARLESWORTH/GEOFFREY MORSE, *Company Law*, London (1995), 264.

⁽⁹⁵⁾ Cfr. G. PARLEANI, *Les Pactes d'Actionnaires*, in *Rev. Soc.*, n.º 1 (1991), 10; F. HODGE O'NEAL, *Preventive Law: Tailoring the Corporate Form of Business to Ensure Fair Treatment of All*, in *CPCComm* (1980/1981), 187.

a alienar. Claramente se vê que esta característica da regulação contratual antecipada da determinação do preço afasta estes arranjos negociais dos típicos pactos de preferência ⁽⁹⁶⁾.

As partes podem recorrer à determinação do preço de alienação por terceiro, colocando-se então o problema se saber se terá aplicação o artigo 400.º CC, que remete para uma ponderação *ex aequo et bono* ⁽⁹⁷⁾. É, no entanto, duvidosa a da adequação dos critérios do artigo 400.º CC à transacção de valores mobiliários ⁽⁹⁸⁾. Desde logo, a remissão para o juízo de um terceiro pode abrir até porta a desequilíbrios contratuais, quer em desfavor do alienante, quer em prejuízo do adquirente. O nosso ordenamento jurídico não acautela directamente esta hipótese, contrariamente ao que sucede em Itália ⁽⁹⁹⁾. No ordenamento italiano prevêem-se remédios distintos para as estipulações iníquas e abusivas de terceiro. Se a determi-

⁽⁹⁶⁾ Cfr. FRANCESCO GALGANO, *Sull'equitas delle prestazioni contrattuali*, *Contr. e impr.* (1993), n.º 2, 419-427 (em especial, 422 ss.). Previna-se que as referências a *pre-emption clauses* em autores anglo-saxónicos têm normalmente em vista preferências com vínculo de preço, e não preferências em sentido técnico (v. assim CHARLESWORTH/GEOFFREY MORSE, *Company Law*, London (1995), 261 ss.). Para uma amostragem de modalidades de fixação contratual do preço em acordos transmissivos, cf. por todos DE ANDRÉ, *Le Clausole relative al Prezzo*, in *Acquisizione di Società e di Pacchetti Azionari di Riferimento*, dir. FRANCO BONELLI/MAURO DE ANDRÉ, *Acquisizione di Società e di Pacchetti Azionari di Riferimento*, Milano (1990), 183-196.

⁽⁹⁷⁾ Cfr. PIRES DE LIMA/ANTUNES VARELA, *Código Civil Anotado*, II, Coimbra (1986), 179; PEDRO DE ALBUQUERQUE, *Contrato de Compra e Venda. Introdução, Efeitos Essenciais e Modalidades*, in MENEZES CORDEIRO (dir.), *Direito das Obrigações*, III, 2.ª ed. (1991), 35 (n. 15).

⁽⁹⁸⁾ Cfr. FERNANDEZ DEL POZO, *El Precio en las Clausulas Restrictivas de la Libre Transmisibilidad de Acciones o Participaciones*, Madrid (1994), 17 ss.; FRANK EASTERBROOK/DANIEK FISCHER, *The Economic Structure of Corporate Law*, trad. it. de M. SCALIA, *L'Economia delle Società per Azioni*, Milano (1996), 175 ss.; G. PARLÉANI, *Les Pactes d'Actionnaires*, *Rev. Soc.* (1991), 17; F. HODGE O'NEAL, *Preventive Law: Tailoring the Corporate Form of Business to Ensure Fair Treatment of All*, cit., 189 ss.; ELLIOT M. KAPLAN/DAVID B. YOUNG, *Corporate "Eminent Domain": Stock Redemption and Reverse Stock Splits*, *CPComm.* (1989-1990), 310 ss.; para uma ilustração jurisprudencial, cf. no Canadá o aresto do Ontario Supreme Court (High Court of Justice), *MICA Management Centre Inc. v. Lockett*, 7.03.1986, in *BLReports* vol. 37 (1988), 209-217.

⁽⁹⁹⁾ Em França, consagrou-se a possibilidade de intervenção de perito em caso de litígio sobre o valor de cessão de direitos sociais (cf. YVES GUYON, *Droit des Affaires. Droit commercial général et Sociétés*, cit., 634).

nação for iníqua (ou errónea), remete-se para determinação judicial (artigo 1349/I c.c.). Se, por outro lado, se provar a má fé do árbitro, prevê-se regime mais gravoso: possibilita-se directamente a impugnação da determinação da prestação feita por terceiro e, na falta desta e do acordo das partes sobre a sua substituição, o contrato será nulo (artigo 1349, II c.c.) ⁽¹⁰⁰⁾. Na falta de prescrições legais semelhantes no nosso Direito, julga-se que, pelas razões apontadas, nesses casos mostrará maior aptidão a norma constante do artigo 105.º, n.º 2, CSC, que prevê a possibilidade de se proceder a segunda avaliação ⁽¹⁰¹⁾, na eventualidade de a primeira determinação não ter logrado atingir a medida do preço justo.

IV — Importa ainda considerar as cláusulas de condicionamento a venda anterior por um membro do sindicato de accionistas (*piggy back clauses*). Este tipo de cláusulas são celebradas quando a presença de um sócio em determinada sociedade é factor decisivo na estabilização do quadro accionista: uma vez saído este, outros accionistas perderão o interesse em se manterem ligados à sociedade, procurando transmitir as suas participações em termos semelhantes. Assim, estes arranjos têm por escopo colocar nas mãos de um sócio, por regra o detentor de uma participação maioritária, uma decisão sobre o momento e as condições de alienação das suas acções e, indirectamente, das acções dos sócios que se vinculam parassocialmente.

Para tal, a *piggy back clause* cria, lado a lado, dois tipos de posições jurídicas distintas. No leme dos acontecimentos, temos a posição jurídica do sócio alienante, que mantém ampla liberdade de decidir se e em que condições pretende proceder à transmissão das suas acções, mas que — a decidir fazê-lo — nada pode fazer para impedir que os restantes sócios o façam igualmente, em idênticas condições. Posição diversa é a dos restantes sócios, que se vinculam a só vender se e nas condições em que o sócio dominante o fizer ⁽¹⁰²⁾.

⁽¹⁰⁰⁾ GIORGIO BERNINI, *Acquisizione di società e determinazione del prezzo*, in *Contr. e impr.* (1993), 1049 ss.

⁽¹⁰¹⁾ Cf. artigos 609 a 611.º CPC: este mecanismo tem aplicação às cláusulas de consentimento, por directa remissão do artigo 329.º, n.º 3, alínea b), CSC.

⁽¹⁰²⁾ Cfr. ALESSANDRO PEDERSOLI, *Sindacati di Blocco: validità, tipi, effetti*, in *Sindacati di voto e sindacati di blocco* (org: Franco/Giusto), Milano (1993), 239.

V — As cláusulas que conferem poderes de arrastamento (*drag along clauses*), atribuem ao respectivo beneficiário, normalmente um sócio maioritário, uma posição potestativa através de cujo exercício o titular pode, quando vender as suas acções, obrigar os restantes accionistas que sejam parte no acordo a alienar as suas acções nas mesmas condições e ao mesmo adquirente ⁽¹⁰³⁾.

Esta cláusula impede que uma saída do capital de uma sociedade seja atrasada ou impedida exclusivamente por algum outro accionista estar indisponível para vender em situações em que o terceiro só esteja interessado em adquirir uma participação superior àquela detida pelo titular do direito de arrastamento. Para prevenir situações de abuso pelo seu titular — como aquelas em que o titular do direito de arrastamento vende, e força os restantes sócios a vender nas mesmas condições, a terceiro as suas acções por um preço artificialmente baixo, sendo compensado através de contrapartidas laterais (*kickbacks*) concedidas pelo terceiro — é frequente que estas cláusulas sejam acompanhadas da atribuição de direitos de preferência aos restantes sócios, que lhes permitam adquirir as acções pelo mesmo preço a que seriam alienadas.

Outra é a questão de saber qual o regime jurídico aplicável a estas cláusulas no ordenamento jurídico português. Sendo certo que através do exercício do direito potestativo se gera, para uma das restantes partes, o dever de celebrar contrato com outrem, parece clara aplicação do regime do contrato-promessa, o que pode adquirir especial relevância em caso de incumprimento da obrigação de alienação pelos sócios-promitentes, sendo de equacionar a aplicação do artigo 830.º, n.º 1, CC. A obrigação de contratar constituída no momento do exercício do direito potestativo conferida por estas cláusulas configura-se ainda como obrigação de contratar *com*

⁽¹⁰³⁾ Sobre a validade destas cláusulas, ainda que maioritariamente na perspectiva da sua inserção nos próprios estatutos da sociedade, cfr. NICOLA DE LUCA, *Validità delle clausole di trascinamento («drag-along»)*, in *BBTC*, I (2009), 174 ss. Sobre a validade das cláusulas de *drag-along*, e designadamente sobre a conformidade da sua estipulação aos bons costumes (artigo 280.º, n.º 2, CC), cfr., também, PHILIP MARTINIUS/JÚLIA STUBERT, *Venture-Capital-Verträge und das Verbot der Hinauskündigung*, in *Betriebs-Berater* (2006), 37, 1972 ss.

outrem, o que determina o desencadeamento pelas mesmas do regime do contrato a favor de terceiro, contido nos artigos 443.º CC e segs. ⁽¹⁰⁴⁾.

VI — Por sua vez, as cláusulas que conferem poderes de exigir o acompanhamento (cláusulas de *tag along*), atribuem ao seu beneficiário o poder de, numa situação de alienação de participações sociais por um outro sócio a terceiro, determinar que as suas acções devem ser vendidas ao terceiro, em prejuízo ou cumulativamente das do sócio. Assim, estas cláusulas previnem que o seu beneficiário seja excluído de uma alienação de participações sociais geradora de mais-valias a um adquirente apenas interessado em parte do capital da sociedade. Os sócios não beneficiários do direito de *tag along* ficam, assim, obrigados a não alienar as suas participações sociais a não ser após concederem prioridade (total ou *pro rata*) às acções detidas pelo beneficiário do direito de acompanhamento. Evidente, dada a natureza meramente obrigacional desta cláusula, é a validade do contrato de alienação das participações sociais realizado em violação do acordo de *tag along*: nesse caso, haverá lugar aos mecanismos típicos do incumprimento, em nada sendo, todavia, atingida a produção de efeitos pelo contrato celebrado com terceiro.

Ainda de notar, tanto quanto às cláusulas de *drag along*, quanto às cláusulas de *tag along*, é que, para além de aspectos substantivos, referentes às obrigações ou proibições de contratar, estas cláusulas passam igualmente, com alguma frequência, pela determinação de procedimentos e formalidades a observar pelos sócios no caso de verificação de uma oportunidade de alienação das acções. A existência e a densidade desta regulação depende, obviamente, daquilo que as partes autonomamente definirem.

⁽¹⁰⁴⁾ A aplicação deste regime não é prejudicada pelo facto de, no momento da celebração do acordo parassocial, no qual é inserido a cláusula de *drag along*, o terceiro ser ainda indeterminado. O momento da constituição da obrigação é o momento do exercício do direito potestativo conferido pelo acordo parassocial, no qual esta surge já com o seu devedor determinado.

§ 4.º AS AQUISIÇÕES DE EMPRESAS SUJEITAS A REGIMES ESPECIAIS

10. A fusão e a OPA como paradigmas distintos de técnicas aquisitivas

I — O quadro comum sobre o regime da aquisição de empresas deve ser contrastado com a existência de especialidades de disciplina em função da técnica de aquisição utilizada, da sociedade visada ou de outros factores determinantes.

A um tempo, analisam-se, em termos estruturais, as especialidades do regime aquisitivo em função da técnica de aquisição, cabendo especial atenção às fusões e OPA. Não se cuida de entrar em pormenores quanto à respectiva disciplina, dado que tal estará a cargo de dois capítulos autónomos desta obra⁽¹⁰⁵⁾. Tratamento separado merece igualmente a aquisição potestativa tendente ao domínio total, prevista no artigo 490.º CSC e nos artigos 194.º a 197.º CVM⁽¹⁰⁶⁾. A outro tempo, será examinado o regime das aquisições sujeitas a regras particulares em função da natureza da sociedade adquirida (consoante seja seguradora ou instituição financeira).

Retenha-se que as operações de perda de qualidade de sociedade aberta estão igualmente balizadas por regras injuntivas constantes dos artigos 27.º a 29.º CVM. Porém, podem envolver ou não envolver processos aquisitivos de participações sociais, razão por que não merecem aqui tratamento particular⁽¹⁰⁷⁾.

II — Em Portugal, em que predominam as pequenas e médias empresas, as intervenções legislativas recentes têm enfatizado a importância em estimular os processos de fusão.

Com efeito, os processos de fusão são encarados como instrumentos privilegiados para propiciar empresas com maior dimensão, mais competitivas e robustas. Em vez de um processo de transferência de riqueza — como

⁽¹⁰⁵⁾ SOFIA CARREIRO, *A fusão*, neste volume, 127-155; PAULO CÂMARA, *A oferta pública de aquisição*, *ibid.*, 157-211.

⁽¹⁰⁶⁾ ANA FILIPA MORAIS ANTUNES, *Aquisição tendente ao domínio total*, neste volume, 312-369.

⁽¹⁰⁷⁾ PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, cit., 791-796.

é tipicamente a OPA⁽¹⁰⁸⁾ —, a fusão representa um processo de concentração de recursos financeiros, humanos e técnicos e de recondução de diversos acervos patrimoniais a uma só pessoa colectiva⁽¹⁰⁹⁾.

A evolução legislativa portuguesa a esse propósito é elucidativa, porquanto tem simplificado progressivamente o regime da fusão. Esse objectivo esteve bem patente no DL n.º 76-A/2006, de 29 de Março, no DL n.º 8/2007, de 17 de Janeiro, e no DL n.º 185/2009, de 12 de Agosto⁽¹¹⁰⁾.

Não deixa, porém, a fusão de dever respeitar o processo prescrito por lei, nomeadamente no processo decisório que envolve dois órgãos sociais: *maxime*, o conselho de administração (artigo 406.º, alínea *m*), CSC) e a assembleia geral (artigos 102.º-103.º CSC).

A fusão obriga à prestação de uma dose importante de informação, sempre que atinja um universo quantitativamente significativo de accionistas. Com efeito, envolvendo pelo menos 100 accionistas que não sejam investidores qualificados, como é o caso, a fusão obriga à aprovação de um prospecto ou a um documento com informações consideradas pela CMVM equivalentes às de um prospecto, que deve estar disponível pelo menos com 15 dias de antecedência em relação à data da assembleia geral (artigo 134.º, n.º 2, alínea *a*), CVM). De notar que, nesta circunstância, os deveres de prestação de informação quanto ao documento informativo referente ao processo de fusão, ao terem como ponto de referência o prospecto de oferta de distribuição (artigo 134.º, n.º 2, alínea *a*), CVM), estabelecido de acordo com as rígidas e severas regras do Regulamento CE n.º 809/2004, da Comissão, de 29 de Abril, revelam-se bastante mais exigentes do que as atinentes ao conteúdo informativo do prospecto em OPA (artigo 138.º CVM).

⁽¹⁰⁸⁾ Cfr. ANDREI SHLEIFER/LAWRENCE H. SUMMERS, *Breach of Trust in Hostile Takeovers*, in *Corporate Takeovers: Causes and Consequences* (org: Auerbach), Chicago/London (1988), 33-56.

⁽¹⁰⁹⁾ Cfr. LUCA ENRIQUES, *Mercado del Controllo Societario e Tutela degli Investitori*, Bologna (2002), 192.

⁽¹¹⁰⁾ Cfr. DIOGO COSTA GONÇALVES, *Fusão, Cisão e Transformação de Sociedades Comerciais. A Posição Jurídica dos Sócios e a Delimitação do Statuo Viae* (2009), 108-111; *Id.*, em MENEZES CORDEIRO (org.), *Código das Sociedades Comerciais Anotado*, cit., 317-406; ARMANDO TRIUNFANTE, *Código das Sociedades Comerciais Anotado* (2007), 103-129.

III — Estruturalmente, as ofertas públicas de aquisição apresentam-se como processos bastante distintos das fusões. As OPAs são directamente dirigidas aos accionistas, postulando aceitações individuais, expressas através da emissão de ordem a intermediário financeiro. Ao invés, a manifestação de vontade em fusões é expressa através dos órgãos societários competentes — órgão de administração (artigo 99.º CSC) e assembleia geral (artigos 102.º-103.º CSC), com poderes decisórios, de acordo com regras de deliberação maioritária, e o órgão de fiscalização (artigo 99.º CSC), com poderes fiscalizadores — impondo-se um quórum constitutivo e deliberativo agravado quanto à assembleia geral (artigos 103.º, n.º 1, 383.º, n.º 2, 386.º, n.º 3, CSC) ⁽¹¹¹⁾.

Este contexto conduz a que nas ofertas públicas de aquisição sejam frequentes as dificuldades em articulação entre accionistas (*collective action problems*), o que procura ser minorado através do dever de preparação de relatório pela administração da sociedade visada (artigo 180.º CVM). Contrariamente, as fusões superam o problema de actuação colectiva, ao convocar a intervenção de todos os órgãos societários, e ao não se bastarem com uma postura informativa do lado da administração ⁽¹¹²⁾. Com efeito, assumindo uma estrutura dialéctica na relação entre sociedades, o processo de fusão reclama a deliberação concordante do órgão de administração das sociedades envolvidas, bem como dos órgãos de fiscalização, ambos a preceder a deliberação a adoptar em assembleia geral, adoptada por maioria agravada.

Por outro lado, a OPA visa tipicamente desinstalar os actuais accionistas, destinatários da oferta — ao passo que a fusão pressupõe, ao invés, a manutenção e a multiplicação do quadro accionista, por não implicar em geral uma exoneração dos sócios ⁽¹¹³⁾.

Acresce que a fusão projecta os seus efeitos relativamente a todas as participações sociais das sociedades envolvidas, sejam estas da titu-

⁽¹¹¹⁾ DIOGO COSTA GONÇALVES, comentário ao artigo 103.º, em, *Código das Sociedades Comerciais Anotado* (org: Menezes Cordeiro), cit., 364-365.

⁽¹¹²⁾ PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, cit., 606.

⁽¹¹³⁾ Salvo no caso excepcional do artigo 116.º, n.º 4, CSC, após entrada em vigor do Decreto-Lei n.º 185/2009. Cfr. PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, cit., 606; DIOGO COSTA GONÇALVES, *As recentes alterações ao regime de fusão de sociedades*, *Revista de Direito das Sociedades*, n.º 3 (2009), 577-579.

laridade de accionistas que tenham votado contra ou a favor na deliberação adoptada no colégio de sócios. Ao invés, a transmissão da propriedade accionista em OPA afecta tão-só os accionistas aceitantes ou, mais rigorosamente, as acções tenham sido visadas por ordens de aceitação. Demais, embora sujeita a apertadas regras, não está vedada a possibilidade de haver aquisições fora de OPA (artigo 180.º CVM).

No tocante à respectiva eficácia, a operação de fusão atinge necessariamente todos os accionistas, em salvaguarda universal do princípio de igualdade de tratamento ⁽¹¹⁴⁾. Além disso, esta operação preserva a qualidade de sociedade aberta a sociedade que incorpore, por fusão, a totalidade ou parte do património de uma sociedade aberta (artigo 13.º, n.º 1, alínea e), CVM).

Aplicando critério diverso, cabe mencionar que a OPA é uma operação de concentração de capital, trazendo em si o risco de penalizar a liquidez dos valores mobiliários emitidos pela visada. Contrariamente, a fusão amplia a base accionista, aumentando a liquidez das acções. Demais, não prejudica as condições de admissão à cotação, sequer em mercado de cotações oficiais, uma vez que, *in casu*, os requisitos de admissão se verificam numa das sociedades a ser possivelmente objecto de fusão (artigo 228.º, n.º 2, CVM).

Um indício revelador do nível de protecção dispensado na fusão reside no facto de a lei derrogar o dever de lançamento de OPA quando a ultrapassagem dos limiares críticos resultar da fusão de sociedades, se da deliberação da assembleia geral da sociedade emitente dos valores mobiliários em relação aos quais a oferta seria dirigida constar expressamente que da operação resultaria o dever de lançamento de oferta pública de aquisição (artigo 189.º, n.º 1, alínea c) ⁽¹¹⁵⁾.

IV — Importa notar, por último, a existência de especialidades em função da sociedade visada. As instituições de crédito e as seguradoras

⁽¹¹⁴⁾ LUCA ENRIQUES, *Mercado del Controllo Societario e Tutela degli Investitori*, Bologna (2002), 192.

⁽¹¹⁵⁾ Sobre este regime: PAULO CÂMARA, *O Dever de Lançamento de Oferta Pública de Aquisição*, in *Fusão, Cisão, Incorporação e Temas Correlatos* (org: Warde Jr.), São Paulo (2009), 425-439.

sujeitam-se a um regime de controlo de participações qualificadas, em termos que se retratam adiante, com maior desenvolvimento ⁽¹¹⁶⁾.

A aquisição de domínio de sociedades aberta, nos limiares de direito de voto quantitativamente relevantes, por seu turno, obriga ao lançamento de oferta pública de aquisição, nos termos dos artigos 187.º e segs. CVM ⁽¹¹⁷⁾.

§ 5.º RESPONSABILIDADE CIVIL POR PRESTAÇÃO DE INFORMAÇÃO

11. Reparação de danos causados no processo aquisitivo; elementos gerais

I — Um ponto central no processo de aquisição é, como acima se assinalou, a adstrição das partes a deveres de informação. A violação destes dá lugar à imputação ao infractor dos danos sofridos pela contraparte em consequência dessa violação. O regime da responsabilidade adveniente da violação destes deveres não é, todavia, uniforme, tal como não o é a fonte destes deveres.

No caso, menos frequente, de determinado dever de informação ser instituído pelas partes através de um contrato preliminar, o regime será o da responsabilidade obrigacional, com as correspondentes consequências ao nível da presunção de culpa (artigo 799.º CC), do prazo geral de prescrição (artigo 309.º CC) ⁽¹¹⁸⁾, da responsabilidade por actos de

⁽¹¹⁶⁾ Cfr. *infra*, PAULO CÂMARA/MIGUEL BRITO BASTOS, *A transposição da Directiva das Fusões e Aquisições de instituições financeiras*, 417 ss.

⁽¹¹⁷⁾ PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos valores mobiliários*, cit., pp. 646-692.

⁽¹¹⁸⁾ Pelo menos para quem não entenda, como faz PEDRO DE ALBUQUERQUE, *A aplicação do prazo prescricional do n.º 1 do artigo 498.º do Código Civil à responsabilidade civil contratual*, in *ROA* (1989), 793 ss. que as previsões normativas correspondentes aos artigos 309.º e 498.º, n.º 1, não se sobrepõem, porquanto este último regula não a prescrição do crédito indemnizatório, mas do direito potestativo de provocar o surgimento desse crédito exigindo indemnização e deve ser igualmente aplicado à responsabilidade civil obrigacional.

terceiros (aplicando-se o artigo 800.º CC e não o artigo 500.º CC) ⁽¹¹⁹⁾, e da aplicação, em caso de situações transnacionais, das normas do Regulamento Roma I, enquanto normas de conflitos.

Na generalidade dos casos não existe, no entanto, um contrato prévio no qual as partes estipulem deveres de informação do alienante. A fonte mais comum destes deveres é o imperativo de conduta conforme à boa fé durante as negociações da qual decorrem, como foi visto, deveres de informação que vinculam o alienante a partilhar com o adquirente determinadas informações sobre a empresa objecto do negócio. Qual o regime aplicável à responsabilidade civil por violação de deveres de informação *in contrahendo* é uma questão que se situa num campo altamente controvertido, designadamente, o da determinação do regime da responsabilidade pré-contratual: desde a aplicação em bloco do regime da responsabilidade aquiliana ⁽¹²⁰⁾ à aplicação do regime da responsabilidade obrigacional ⁽¹²¹⁾, passando pelas soluções intermédias da “terceira via” da responsabilidade civil ⁽¹²²⁾, encontram-se no debate doutrinal posições várias. Em questão está, também aqui, a aplicação da presunção de culpa, do prazo de prescrição, da responsabilidade por actos de terceiros, da solidariedade das obrigações indemnizatórias em caso de pluralidade de lesantes e da determinação do direito aplicável em caso de situações transnacionais.

II — Note-se, contudo, que as situações de responsabilidade pelas informações prestadas durante a fase pré-contratual são por vezes de difícil distinção das situações de estipulação das qualidades devidas da empresa, quando se aceite a tese de que é possível às partes a determinação contratual das qualidades devidas (“*Sollbeschaffheiten*”, para

⁽¹¹⁹⁾ Sobre o “contrato de informação”, JORGE DE SINDE MONTEIRO, *Responsabilidade por conselhos, recomendações ou informações*, Coimbra (1989), 55.

⁽¹²⁰⁾ Assim, MÁRIO JÚLIO ALMEIDA COSTA, *Direito das obrigações*, Almedina, Coimbra (2008), 539 ss.

⁽¹²¹⁾ Cfr. ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Tratado de direito civil*, II/II, Coimbra (2010), 669-671.

⁽¹²²⁾ Neste sentido, JORGE DE SINDE MONTEIRO, *Responsabilidade ...*, 516 e LUÍS DE MENEZES LEITÃO, *Direito das obrigações*, I, Coimbra (2006), 350 ss.

utilizar a clássica expressão de BRAUER) do bem alienado ⁽¹²³⁾. Assumindo esta possibilidade como pressuposto, quando o alienante de uma empresa a descrever ao potencial adquirente durante o processo negocial, imputando-lhe características e qualidades, colocar-se-á um delicado problema de interpretação dessa declaração. Designadamente, quanto à determinação quanto a se esse acto de fala corresponde a uma verdadeira declaração negocial, tendente à determinação do conteúdo do contrato de aquisição, ou se essa declaração apenas pode ser interpretada como acto de fala descritivo, negocialmente inoperante. Apenas na segunda das situações poderá estar em causa uma situação de responsabilidade pré-contratual por violação de deveres de informação ⁽¹²⁴⁾.

⁽¹²³⁾ Esta possibilidade tem sido, desde ERNST ZITTELMANN, *Irrtum und Rechtsgeschäft*, Leipzig (1879), 435 ss., objecto de considerável resistência. Pressuposto dessa negação é a afirmação de que é contraditório querer adquirir um bem específico e, ao mesmo tempo, querer adquirir um bem que tem propriedades que não se encontram nesse bem específico (cfr. KARL LARENZ, *Lehrbuch des Schuldrechts*, II/I, München (1986), 66 ss.). Nas ilustrativas palavras de ZITTELMANN, “quando um objecto se encontra já [contratualmente] definido, então eu tenho também de comprar todas as suas qualidades, uma vez que a minha vontade não pode pretender que este objecto individual seja outro, ou que tenha diferentes qualidades. Isso seria lógica e psicologicamente completamente desprovido de sentido”. Aceitando-se, porém, que, como lembra JOÃO BAPTISTA MACHADO, *Acordo negocial e erro na compra e venda de coisas defeituosas*, in *Obra dispersa*, Braga (1991), 44, “a função do negócio jurídico não é representar uma realidade, mas determinar um dever-ser” (aliás, na sequência do que já havia enfatizado WERNER FLUME, *Eigenschaftsirrtum und Kauf*, Darmstadt (1933), *passim*), fica aberta a possibilidade de permitir que através das suas declarações as partes determinem quais as qualidades que o objecto contratual deve ter, ainda que estas difiram daquelas que este objecto reveste na realidade contemporânea da celebração do contrato (cfr. por último, HANS CHRISTOPH GRIGOLEIT/CARSTEN HERRESTHAL, *Die Beschaffenheitsvereinbarung und ihre Typisierungen in § 434 I BGB*, in *Juristenzeitung* (2003), 233 ss.).

⁽¹²⁴⁾ Nas restantes, se a empresa transmitida não revestir as características estipuladas, apenas estarão disponíveis os remédios típicos do incumprimento. Questão diferente desta, embora conexas, é a que diz respeito à previsão normativa dos artigos 905.º e 913.º CC — ou seja, saber se os preceitos relativos à compra e venda de bens onerados ou de coisa defeituosa correspondem a regimes específicos de erro e culpa in contrahendo ou se consagram um conjunto especial de remédios sinalagmáticos. Esta questão, como é evidente, transcende largamente o objecto deste estudo. Também aqui não será desenvolvida a questão da aplicação analógica desses regimes aos vícios da empresa em caso de aquisição de participações sociais. Cumpre, contudo notar que a doutrina francamente maioritária defende, com bons argumentos essa apli-

III — Contornos próprios apresenta a situação de responsabilidade pelo prospecto no âmbito das ofertas públicas de aquisição, a qual hoje encontra previsão expressa nos artigos 149.º a 154.º CVM. Sendo a informação veiculada pelo prospecto insuficiente, falsa, desactualizada, pouco clara, pouco objectiva ou ilícita, o adquirente que tenha realizado um investimento devido a esse vício da informação, ou o potencial adquirente que, por esse motivo, tenha deixado de realizar um investimento, pode reclamar indemnização com base neste regime, fazendo-se a indemnização pelo interesse contratual positivo ⁽¹²⁵⁾ e com culpa presumida (artigo 149.º, n.º 1, CVM). Note-se, todavia, que este regime não é aplicável a todas as situações de responsabilidade civil pela informação veiculada pelo prospecto, mas apenas àquelas em que os danos desse modo causados são imputados aos sujeitos elencados no artigo 149.º, n.º 1, CVM. Dada a exaustividade das alíneas deste preceito, o campo de relevância prática do debate sobre o enquadramento civil relativo à responsabilidade pelo prospecto é hoje diminuto ⁽¹²⁶⁾.

Por fim, cabe notar que a responsabilidade por informações no processo de aquisição de empresas não se cinge necessariamente à responsabilidade do alienante e do adquirente.

cação, pelo menos em caso de aquisição de participações sociais de controlo: neste sentido, por todos, ANTÓNIO PINTO MONTEIRO/PAULO MOTA PINTO, *Compra e venda de empresa: a venda de participações sociais ...*, cit., 76 ss. e JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, *A empresa como objecto de negócios ...*, cit., 715 ss., preconizando, no processo aplicativo, a ponderação da morfologia do poder societário, a vontade das partes contratantes e a finalidade das normas aplicandas. Indo mais longe e sustentando a aplicação dos regimes da compra e venda de bens onerados e da compra e venda de coisa defeituosa aos vícios da empresa independentemente de a participação adquirida visar a atribuição do controlo, cfr. CLEMENTE V. GALVÃO, *Conteúdo e incumprimento do contrato de compra e venda de participações sociais*, in ROA (2010), no prelo. O tema é desenvolvido no presente volume: ANTÓNIO TELES/JOÃO CARMONA DIAS, *Garantias na alienação de empresa*, 65 ss.

⁽¹²⁵⁾ Neste sentido, PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Coimbra (2009), 774 e PAULO MOTA PINTO, *Interesse contratual negativo e interesse contratual positivo*, Coimbra (2009), 1460-1463.

⁽¹²⁶⁾ Sobre o tema cfr. HEINZ-DIETER ASSMANN, *Prospekthaftung*, München (1985), *passim*; KLAUS HOPT/HANS-CHRISTOPH VOIGT, *Prospekt- und Kapitalmaktinformationshaftung*, Tübingen (2005), 9-159. Entre nós, cfr. igualmente MANUEL CARNEIRO DA FRADA, *Teoria da Confiança ...*, 185-19.

Os peritos intervenientes nas auditorias pré-contratuais, dada a relevância das suas funções para a formação da vontade negocial das partes, podem ser responsabilizados pela incorrecção das informações prestadas. Essa incorrecção pode levar um potencial adquirente a abster-se de adquirir a empresa auditada, numa situação em que, não fosse a incorrecção, teria procedido a essa mesma aquisição e com isso fosse a incorrecção, teria procedido a essa mesma aquisição e com isso obtido lucros, assim como à situação oposta, em que o potencial interessado adquire a empresa quando, se tivesse tido acesso à informação correcta não teria celebrado o contrato, o que lhe teria evitado prejuízos. Nestes casos, sempre que essa incorrecção se deva a o perito não ter praticado actos adequados à obtenção e transmissão de informação precisa sobre a empresa ⁽¹²⁷⁾, verifica-se um incumprimento do contrato de auditoria, que pode desencadear a responsabilidade obrigacional nos termos gerais. Menos clara será a imputabilidade ao auditor dos prejuízos sofridos pelo potencial alienante nas situações em que o potencial adquirente deixa de proceder à aquisição planeada, em virtude da incorrecção da informação prestada pelo auditor, sendo certo que entre estes não existe qualquer dever primário de prestação: em aberto ficam as possibilidades de uma qualificação do contrato entre potencial adquirente e perito como contrato com efeito de protecção para terceiro (aqui, o alienante) ⁽¹²⁸⁾, ou da contrariedade aos bons costumes da causação dos danos, como já entendeu o supremo tribunal alemão ⁽¹²⁹⁾.

Também os titulares dos órgãos das sociedades partes podem ser responsabilizados pessoalmente por danos causados no processo de aquisição ⁽¹³⁰⁾. Os titulares dos órgãos de administração e de fiscaliza-

⁽¹²⁷⁾ No caso, socialmente típico, de através da celebração do contrato de auditoria as partes atribuírem ao perito uma obrigação de meios. Caso do contrato brote uma obrigação de resultado, ainda que o perito tenha realizado todos os actos *ex ante* necessários à obtenção do resultado, haverá incumprimento sempre que a informação obtida e transmitida não seja precisa.

⁽¹²⁸⁾ Sobre a figura, entre nós, cfr., por todos, MANUEL CARNEIRO DA FRADA, *Teoria da confiança* 135 ss., e ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Tratado de direito civil português*, II/II, Coimbra (2010), 650-657.

⁽¹²⁹⁾ BGH, 26.11.1986 — VIII ZR 354/85, com anotação concordante de KLAUS HOPT, *Dritthaftung für Testate*, in *Neue Juristische Wochenschrift* (1987), 1745-1746.

⁽¹³⁰⁾ Quanto à fusão, neste sentido estatui o artigo 114.º, n.º 1, CSC, ao estabelecer que os membros do órgão de administração e do órgão de fiscalização das socie-

ção de uma sociedade alienante ou adquirente apenas serão, porém, responsáveis pela informação transmitida à contraparte no processo de aquisição de empresas quando esses danos por eles sejam “directamente” causados (artigo 79.º CSC). Não sendo comum que no decurso da operação se gerem deveres específicos dos administradores do alienante perante o adquirente, uma vez que estes apenas intervêm na qualidade de representantes da sociedade alienante e a esta se imputam as consequências da sua actuação, as situações mais plausíveis de responsabilização dos administradores da sociedade alienante por violação de deveres de informação são aquelas em que os administradores levam dolosamente a sociedade a não cumprir os deveres de informação que a esta são cominados ⁽¹³¹⁾.

ABSTRACT

This article aims at giving an overview of the main legal issues which may arise within M&A operations. Under the concept of Mergers and Acquisitions are referred several different kinds of transactions which do not necessarily bear wide resemblance among themselves on

dades participantes na fusão são responsáveis pelos danos causados pela fusão à sociedade, aos seus sócios e a credores, desde que, na verificação da situação patrimonial das sociedades e na conclusão da fusão, não observem “a diligência de um gestor criterioso e ordenado”. Este preceito carece, no entanto, de conteúdo preceptivo próprio (assim, DIOGO COSTA GONÇALVES, *Anotação ao artigo 114.º*, in MENEZES CORDEIRO (org.), *Código das Sociedades Comerciais anotado*, Coimbra (2009), n.º 10, uma vez que não estabelece qualquer parâmetro de licitude a que os titulares dos órgãos sociais devam obedecer, apenas exigindo destes uma medida de esforço no cumprimento de deveres estabelecidos por outros preceitos, a qual, aliás, em nada se distancia do critério geral do artigo 64.º, n.º 1, alínea a), e n.º 2 CSC. Fica assim prejudicada a proposta de estender o artigo 114.º CSC a todas as situações de aquisições de controlo da sociedade (neste sentido, PEDRO CAETANO NUNES, *Responsabilidade civil dos administradores perante os accionistas*, Coimbra (2001), 76-77). Se o artigo em questão nada acrescenta ao regime geral, então o aí preceituado aplica-se por força desse mesmo regime geral e não em virtude de uma extensão da mera enunciação feita pelo artigo 114.º, n.º 1, CSC.

⁽¹³¹⁾ Segue-se aqui MANUEL CARNEIRO DA FRADA, *A business judgement rule no quadro dos deveres gerais dos administradores*, in *ROA* (2007), I, 407-433 quanto à interpretação do artigo 79.º CSC.

what the legal structure of each kind of operation concern. Thus, at first, the authors give a very broad description of the typical M&A process. As information asymmetries are a key feature of such transactions, emphasis is laid upon some legal problems regarding the duties of information and secrecy in the context of a due diligence.

The authors further analyse some common clauses on M&A contracts (v. g. representations and warranties, conditions precedent, MAC-clauses, drag-along and tag-along agreements), presenting their legal framework in the Portuguese legal system. Some of the special legal issues which concern specific forms of M&A transactions (namely, mergers and takeovers) are also discussed.

At last, some problems concerning the vendors liability for the breach of disclosure duties are dealt with, as well as some analogous questions regarding the liability of the auditors or the vendors directors, due to the non-compliance (or imperfect compliance) of informational duties.