

A aquisição de empresas com sujeição a condições suspensivas: entre as cláusulas sobre alterações depreciativas e as cláusulas de revisão de preço

FILIFE AFONSO ROCHA*

SUMÁRIO: § 1.º *Introdução: 1. Relevância e âmbito do tema: uma introdução à aquisição condicional de empresas. 2. As Cláusulas de Revisão de Preço: 2. Tipicidade e recorte jurídico; 3. As Earn-out Clauses e a [sua] dúvida como “raiz psicológica”. 3.º As Material Adverse Change: uma introdução possível: 4. Estrutura e recorte jurídico das MAC: entre a prática e a tipologia exemplificativa; 5. Entre a distribuição contratual do risco e a alteração superveniente das circunstâncias: que caminho para as cláusulas MAC? 5.1. O Covid-19 como evento material adverso: algumas perspetivas. 4.º Put your money where your mouth is: os comportamentos estratégicos nas Cláusulas de Revisão de Preço e nas cláusulas MAC. 5.º As representations and warranties e o preço da informação: a superação das garantias através de cláusulas condicionais. 6.º Conclusões.*

RESUMO: O presente *estudo* pretende equacionar a relevância da submissão do processo de aquisição de empresas ao regime geral das condições suspensivas. Demonstraremos, através da análise das cláusulas *Material Adverse Change* e das *Cláusulas de Revisão de Preço*, e do que apelidaremos de “*processo de aquisição condicional de empresas*”, que a estipulação *destas* cláusulas visam suprimir as insuficiências dos processos de *due diligence* e as incompletudes, no decurso da execução do contrato ou no decurso do plano contratual, que a consagração de cláusulas de garantia podem originar. Para o devido efeito, analisaremos a *estrutura* e os vários *tipos* de cláusulas *MAC (Material Adverse Change)*, bem como a conformação e estipulação das *cláusulas de revisão de preço*, à luz dos processos de aquisição de *M&A*. Devido

* Aluno do 4.º Ano da Licenciatura em Direito na Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa. O presente trabalho foi realizado no decurso do Curso de Pós-Graduação em *Corporate Finance*, Ano Letivo 2019/2020, com Organização do Centro de Investigação de Direito Privado. Deixa-se, para efeitos académicos, o e-mail do autor: filipef33@outlook.com

à necessidade de conformar as estipulações condicionais, agora utilizadas no plano societária/mobiliário, com o regime geral das condições suspensivas, operaremos uma análise das referidas cláusulas à luz dos Artigos do Código Civil que regulam o regime geral dos negócios condicionais.

ABSTRACT: The present study intends to equate the relevance of submitting the company acquisition process to the general regime of suspensive conditions. We will demonstrate, through the analysis of the *Material Adverse Change clauses* and the *Price Review Clauses*, and of what we will call “*process of conditional acquisition of companies*”, that the stipulation of these clauses aim to eliminate the insufficiencies of the *due diligence* processes and the incompleteness, in the course of performance of the contract or in the course of the contractual plan, which the provision of guarantee clauses may give rise to. For this purpose, we will analyze the structure and the various types of *MAC clauses (Material Adverse Change)*, as well as the conformation and stipulation of the price review clauses, in the light of the *M&A* acquisition processes. Due to the need to conform the conditional stipulations, now used in the corporate acquisitions, with the general regime of suspensive conditions, we will carry out an analysis of these clauses in the light of the Articles of the Civil Code that regulate the general regime of conditional deals.

§ 1.º Introdução

1. Relevo e âmbito do tema: uma introdução à aquisição condicional de empresas

1. Tem-se admitido, como prática corrente nos contratos de aquisição de empresas, sejam estes sobre a feição de *share* ou *asset deal*¹, a estipulação de *cláusulas de determinação contingente* ou *variável do preço*², e a estipulação de *cláusulas sobre alterações depreciativas (MAC/MAE Clauses)*³. Num primeiro momento,

¹ Sobre a distinção, por todos, ANTÓNIO PINTO MONTEIRO/PAULO MOTA PINTO, *Compra e Venda de empresa – A venda de participações sociais como venda de empresa*, RLJ, ano 137.º, 2007, pp. 76 e ss.

² A relevância atribuída à estipulação de cláusulas de revisão de preço nos contratos de transmissão de participações sociais de controlo deverá ser extensível a qualquer aquisição mobiliária, *gr.* ALEXANDRE DE SOVERAL MARTINS, *Transmissão de participações de controlo e cláusulas de revisão de preço*, I Congresso de Direito das Sociedades em Revista, Almedina, 2011, pp. 41.

³ A regularidade e a relevância da implementação de cláusulas de *Material Adverse Change* em contratos de aquisição de empresas tem sido enunciada pela doutrina, *gr.* ROBERT. T. MILLER, *The economics of deal risk: allocating risk through Mac Clauses in business combination agreements*, William and Mary Law Review, Vol. 50, 2007, pp. 2012. Tem-se apontado que as *MAC/MAE Clauses* são as “*estipulações*

não só a sua estipulação resulta de um sentimento de inquietude em relação aos processos de *due diligence*, na sua generalidade⁴, como resulta de uma forma de *mitigar/distribuir* o risco provocado por possíveis desnivelamentos das posições jurídicas conflitantes⁵. Essa corresponde à finalidade comum de ambas as cláusulas. Contudo, como pretendemos demonstrar, a semelhança de ambas as cláusulas deverá subsumir-se a um conceito estrutural geral de “*aquisição condicional de empresas*”. Provaremos que, nesse sentido, a *função condicional*, claramente presente em ambas as cláusulas⁶, denuncia uma intenção do comprador

mais importantes nos maiores contratos atuais [...] sendo a interpretação das mesmas o futuro de transações bilionárias”, *cf.* ANDREW A. SCHWARTZ, *A “Standard Clause Analysis” of the Frustration Doctrine and The Material Adverse Change Clause*, University of Colorado Law Review, Working Paper Number 09-15, 57, Set de 2009, pp. 1 e ss. Tem-se igualmente apontado a força expansiva das cláusulas MAC para desencadear crises sistémicas, *cf.* BANK OF AMERICA AND MERRILL LYNCH: *How did a Private Deal Turn Into a Federal Bailout?: Joint Hearing of the House Committee on Oversight and Government Reform and the Subcomm, on Domestic Policy* [com depoimento das respetivas testemunhas a confirmar a afirmação: Ben BERNANKE, HENRY PAULSON]. Referindo que as cláusulas MAC resultam da necessidade de “*conter a ansiedade dos adquirentes, num mundo cada vez mais dinâmico e imprevisível*”, *cf.* ANDREW SCHWARTZ, *A Standard Clause Analysis ...* pp. 34 (nota 159).

⁴ *Cf.* SOVERAL MARTINS, *Transmissão de participações ...* pp. 41. Sobre a relevância da determinação do preço com base nos elementos extraídos dos processos preliminares e finais das operações de *due diligence*, em virtude de autorias externas ou internas, por todos, *cf.* PAULO CÂMARA/MIGUEL BRITO BASTOS, *O Direito de Aquisição de Empresas: uma Introdução*, Coimbra, Coimbra Editora, 2011, pp. 21 e ss. Contudo, veja-se que, na especialidade, a inquietude dos processos de *due diligence* resultam do facto de existirem informações não conhecidas pelas partes, ou informações futuras, e não, necessariamente, em virtude de informações ocultas, *cf.* JOHANNES BRUSKI, *Kaufpreisbemessung und kaufpreisanpassung im Unternehmenskaufvertrag*, BB, 60, Special 7, 2005, Heft 30, pp. 20.

⁵ A função é concomitante a ambas as cláusulas. Nas *cláusulas de revisão de preço* pretende-se calcular o preço em função de certos elementos do objeto negociado, elementos que se consideram sujeitos a instabilidade ou mutabilidade, evitando uma oneração excessiva do adquirente no processo de aquisição da empresa, *cf.* SOVERAL MARTINS, *Transmissão de participações ...* pp. 41; referindo a função da repartição do risco nas cláusulas *earn-out* (cláusulas, como veremos, de determinação contingente do preço), *cf.* FERNANDO OLIVEIRA E SÁ, *A determinação contingente do preço de aquisição de uma empresa através de cláusulas earn-out*, in *O Direito de Aquisição de Empresas: uma Introdução*, Coimbra, Coimbra Editora, 2011, pp. 403. No âmbito das *MAC/MAE Clauses* costuma referir-se a sua função de “*alocação de risco*”, *cf.* YAIR Y. GALIL, *Mac Clauses in a Materially Adversely Changed Economy*, Columbus Law Review, 2002, 846-848; ROBERT T. MILLER, *The Economics ...* pp. 4 e ss. Sobre a função de alocação de risco e a sua extensão nas *MAC Clauses*, por todos, *cf.* NATHAN SOMOGIE, *Failure of a “Basic Assumption”: The Emerging Standard for Excuse under MAE provisions*, Michigan Law Review, 2009, pp. 81-86.

⁶ Quanto a ambas as cláusulas, reportamo-nos a *negócios comerciais condicionais*, *cf.* SOVERAL MARTINS, *Transmissão de Participações ...* pp. 44 (ao se reportar à legitimidade do negócio condicional comercial, referindo o art 466.º Código Comercial e o artigo 883.º Código Civil); OLIVEIRA E SÁ, *A determinação contingente ...* pp. 405 (reportando-se à conceptualização dos negócios de revisão de preço como negócios condicionais); MARKUS VISCHER, *Earn Out-Klauseln in Unternehmenskaufverträgen*, SJZ, 98,

em *adquirir condicionalmente*, de tal forma expressa que nos leva a considerar que estejamos perante uma modalidade autónoma de aquisição de empresas: a *aquisição condicional de empresas*.

2. O raciocínio geral de que partiremos fundamentar-se-á em hipóteses singulares. Verdadeiramente, a descrição deste fenómeno *condicional de aquisição de empresas* apenas poderá ser compreendido através da análise de algumas hipóteses típicas. Em certo sentido, a pretensa autonomização que ora pretendemos propor, justificada pela análise das *cláusulas de revisão de preço* e pelas cláusulas *MAC*⁷, não representa mais que uma *derivação* do fenómeno de *plasticidade* da operação de aquisição de empresas⁸. No nosso entender, subjacente ao fenó-

2002, pp. 510 e ss (reportando-se à configuração “*suspensiva*” das cláusulas *earn-out*); PAULO CÂMARA/MIGUEL BRITO BASTOS, *O Direito de Aquisição ...* pp. 45-46 (referindo que as cláusulas *MAC/MAE* são verdadeiras condições suspensivas, oscilando, contudo, entre condições suspensivas próprias e impróprias). Modestamente, sobre a estipulação de condições suspensivas em contratos de compra e venda de ações, *cf.* RUI SOARES PEREIRA, *Ainda a eficácia (real) da compra e venda de ações*, *O Direito*, Ano 149.º, 2017, III, pp. 593.

⁷ A escolha de ambas as cláusulas derivou de aspetos estritamente pessoais. Poderíamos prosseguir com a tipologia de cláusulas que detêm uma vertente *condicional*, que, não obstante, não iremos tratar, como sendo, *p.e.*, as cláusulas de *market flex* ou as cláusulas de *cost coverage*, *cf.* PAULO CÂMARA/MIGUEL BRITO BASTOS, *O Direito da Aquisição ...* pp. 21, pp. 25. O foco do presente trabalho também se afasta do processo geral de financiamento de empresas. Sobre a relevância dos comportamentos condicionais no processo de financiamento de empresas, em especial o financiamento futuro em virtude do “*conforto*” do financiador, por todos, *cf.* ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Manual de Direito Bancário*, Almedina, 2010, pp. 775-781. Em acréscimo refira-se que também as *MAC* ou as *cláusulas de revisão de preço* não se confundem com *covenants* – dado não estarmos perante, tipicamente, relações entre financiador-financiado. Repare-se, contudo, que, a função atribuída aos *covenants*, é também ela essencialmente condicional: estatui-se que o alienante não pode proceder a determinadas atuações sobre a sociedade alvo sem o consentimento do adquirente, no período entre a celebração do contrato e a produção do efeito translativo dos bens da empresa, *cf.* JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, *A empresa como objeto de negócios: “asset deals” versus “share deals”*, *ROA*, 2008, pp. 766. De facto, a função dos *covenants* no governo societário é eminentemente justificada em virtude da celebração de um contrato de financiamento: o financiador (credor) *determina contratualmente a condução dos assuntos sociais dos respetivos devedores, ocupando uma posição central no governo societário*, *cf.* ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Manual de Corporate Finance*, Almedina, 2015, 2.º ed., pp. 130. Sobre o tema dos deveres de lealdade dos credores controladores na celebração de *covenants*, *cf.* ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *Os credores e o governo societário: deveres de lealdade para com os credores controladores?* *Revista de Direito das Sociedades*, 1, 2009, pp. 95 e ss.

⁸ *Cfr.* PAULO CÂMARA/MIGUEL BRITO BASTOS, *O Direito da Aquisição ...* pp. 16 e ss. Referindo a *variabilidade* do fenómeno de aquisição de empresas, consoante os fatores distintivos dos intervenientes contratuais, *Idem*, pp. 19. A função “*plástica*” do processo de aquisição de empresas, na sua generalidade, não depende apenas do *nomen jûris* atribuído às partes, no que se reporta ao contrato por estas celebrado, *cf.* PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, *Contratos Atípicos*, Coimbra, 1995, pp. 131 e ss.

meno de *plasticidade* do processo de aquisição de empresas, está a motivação das partes em diferir o efeito translativo do processo de aquisição⁹.

3. Numa primeira análise, podemos encontrar fundamento e relevância da estrutura *condicional* dos negócios comerciais em certas figuras mobiliárias. A qualificação da *participação social* enquanto relação jurídica, direito subjetivo e *status socii*, é não só o exemplo mais denunciativo desse entendimento¹⁰, como é a partir deste que raciocínios análogos de tutela de adquirentes titulares de “*expetativas jurídicas*” deve assentar – nas situações que especialmente nos importam: na tutela do adquirente condicional em negócio *de aquisição mobiliária sujeito a condição suspensiva*¹¹. A tutela do adquirente, no negócio tipicamente condicional, não se confunde, como se verá, com a função de garantia atribuída a certas cláusulas mobiliárias¹². Tanto nas *MAC* como nas *cláusulas de revisão de preço* – estas, geralmente com estrutura *earn-out* – opera-se uma maior partilha equitativa do risco entre as partes, em comparação às *tradicionais* cláusulas de garantia. Em especial, veja-se que enquanto as cláusulas de garantia se reportam aos riscos existentes no momento da venda ou do *closing*, – *i.e.*, à substância do negócio aquando da conclusão do processo de aquisição – quer nas cláusulas de *MAC*, quer nas *cláusulas de revisão de preço*, o contrato reserva para desenvolvimentos futuros, no risco potencial da atividade empresarial, as alterações

⁹ A doutrina tem-se reportado à intenção do consenso “*não produzir, por si, efeitos translativos*”, estabelecendo-se modelos complexos, como o *Two Step-Model*, *cf.* PAULO CÂMARA/MIGUEL BRITO BAS-TOS, *O Direito da aquisição* ... pp. 22. O *Two-Step-Model* corresponde a uma exceção, no processo de aquisição de empresas, ao modelo *One-Step*. Ao contrário do *primeiro modelo* que “*separa*” [*separate*] as fases de *closing* e de *signing* do processo de aquisição da empresa, o *segundo modelo* aglutina ambas as fases num só momento. Este modelo, de base anglo-saxónica, tem-se também evidenciado nos processos de *M&A* no sistema jurídico alemão, encontrando, a par de outras justificações, ligações próximas com as cláusulas *MAC*, *cf.* NATASCHA DOLL, MARK DENNY†, *Corporate Acquisitions and Mergers in Germany*, Second Edition, Wolters Kluwer, 2013, [435].

¹⁰ *Cfr.* PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, *A participação social nas sociedades comerciais*, Almedina, Coimbra, 2005, pp. 480. Repare-se que o feixe de poderes atribuídos aos titulares de participações sociais consubstanciam, em parte, *expetativas jurídicas*, direitos eventuais e direitos condicionados *cf.* RAÚL VENTURA, *Reflexões sobre direitos dos sócios*, CJ, Tomo II, 1984, pp. 7 a 12.

¹¹ Repare-se que, propositadamente, sobre a noção de “*aquisição condicional*” agrupamos a posição jurídica do adquirente em contrato de aquisição de empresa sujeito a *MAC*, e a posição jurídica do adquirente em contrato de aquisição de empresa sujeita a *cláusula de revisão de preço*.

¹² No plano da garantia constituída, o vendedor fica onerado com o risco da actividade empresarial que poderá conduzir à verificação da necessidade de acionamento da garantia, não tendo, este, qualquer influência sobre a gestão da empresa alienada. Se, com igual semelhança, se trata de um problema entre a “*autonomia e a segurança*”, o risco da actividade empresarial será totalmente sope-sado pelo garante, *cf.* SÉRGIO COIMBRA HENRIQUES, *Cláusulas de garantia e segurança. Entre a autonomia da vontade e o dever de cumprir. Alguns aspectos*, Revista de Direito das Sociedades, 2014 pp. 643 e ss.

no plano contratual¹³. Contudo, refira-se que existe uma evidente semelhança entre as *MAC* e as *cláusulas de revisão de preço* em relação às *representations and warranties*: ambas visam assegurar à contraparte determinada *situação* de facto ou *qualidade* do objeto do negócio com *sentido* ou *valor* vinculativo¹⁴. Contudo, como se verá, a *interceção dogmática e estrutural* das cláusulas com função tipicamente condicional, inseridas em modelos *Two-Step* e no quadro geral do processo de aquisição de empresas¹⁵, é, na maior parte, coincidente ou conjunta¹⁶.

4. A submissão do processo de aquisição de empresas a condições suspensivas tem, inclusivamente, algum reflexo no sistema legal mobiliário vigente. De facto, é dada a possibilidade ao oferente de submeter a eficácia da oferta pública de aquisição a condição suspensiva – artigo 124.º/1 CVM¹⁷. O regime é mais restrito que o adotado no regime condicional geral do Código Civil¹⁸: exige-se que as condições cumpram um duplo requisito: *i*) correspondam a um interesse legítimo do oferente; *ii*) não afetem o funcionamento normal do mercado – artigo 124.º/3. Esta regra coordena-se com o *facto* de se consagrar a inadmissibilidade de submeter a oferta pública a *condições potestativas, i.e.*, condições cujos factos dependem exclusivamente da vontade do oferente – artigo 124.º/4. De direito, ambos os enunciados normativos acabam por se relacionar: as condições potestativas, por definição, podendo ou não servir interesses legítimos do oferente, afetam seguramente o *funcionamento do mercado*¹⁹. A proibição

¹³ Cfr. OLIVEIRA E SÁ, *A Determinação Contingente ...* pp. 415.

¹⁴ Cfr. PATRÍCIA AFONSO FONSECA, *Da responsabilidade na transmissão de participações sociais nas sociedades anónimas*, dissertação inédita, 2010, pp. 160 e ss; PAULO CÂMARA/MIGUEL BRITO BASTOS, *O Direito da aquisição ...* pp. 39.

¹⁵ Ambas as cláusulas, como comumente se enunciará, são utilizadas na prática negocial anglo-saxónica em processos de *M&A* cfr. MARTIN HENSSLER, *Material Adverse Change-Klauseln in deutschen Unternehmenskaufverträgen – (r)eine Modeerscheinung*, em FS Ulrich Huber, 2006, pp. 739.

¹⁶ A dificuldade de distinção entre as várias funções “condicionais” atribuídas a algumas cláusulas, *v.g.* entre *covenants, representations* e “*regime geral das condições*”, é atestada por JAMES FREUND, *Anatomy of a Merger: Strategies and Techniques for Negotiating Corporate Acquisitions*, Law Journal Press, 1975, pp. 153 a 161.

¹⁷ Tal como defendido por PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2018, Almedina, pp. 710-713, a possibilidade de submeter a eficácia da oferta pública a condição suspensiva deve estender-se para *qualquer tipo de oferta* – e não, apenas, para as OPA’s, excluindo este último A., a aplicação do regime das condições às OPA’s obrigatórias.

Sobre a distinção entre *condições de eficácia da oferta, condições de decisão da oferta e condições de aquisição*, veja-se PAULO CÂMARA, *Manual de Direito ...* pp. 711

¹⁸ Com o mesmo entendimento, não obstante, reportando-se ao direito anglo saxónico, DAVID KERSHAW, *Principles of Takeover Regulation*, 2016, Oxford University Press, pp. 209-219.

¹⁹ Sobre este entendimento, cfr. PAULO CÂMARA, *Manual de Direito ...* pp. 712.

de condições potestativas acaba, assim, por figurar como *princípio da estabilidade da oferta*: não se poderá submeter uma OPA a condição potestativa, já que isso conduziria a que o oferente pudesse *retirar/destratar* a oferta quando melhor lhe aprouvesse, colocando-o, inclusivamente, numa posição informativa de vantagem perante os demais agentes do mercado, o que poderia provocar situações de abuso de informação privilegiada²⁰.

No plano mobiliário, é natural os oferentes pretenderem acautelar o êxito da oferta pública de aquisição. Em virtude da complexidade do processo que medeia a OPA, um *tipo condicional* de larga relevância prática é a designada *cláusula de sucesso*: subordina-se a eficácia da oferta à aceitação por parte de um número determinado de pessoas, ou por parte de uma percentagem determinada de direitos de voto dos titulares aceitantes da oferta. Importa distinguir que, nesta hipótese, o que está em causa não é a condição do lançamento da oferta, mas a condição da eficácia dos negócios transmissivos que a oferta tem em vista²¹.

§ 2.º *As cláusulas de revisão de preço*

2. *Tipicidade e recorte jurídico*

1. Existem inúmeros instrumentos contratuais, no Direito Societário, que cumprem o desiderato de fixar, para momento final, o pagamento do valor da empresa adquirida²². No presente estudo, reportarmo-nos apenas às *cláusulas de revisão de preço*. A estipulação de *cláusulas de revisão de preço* tem sido associada, pela doutrina, a fenómenos de *reavaliação*²³, de *preço de compra dinâmico*²⁴ ou de

²⁰ Com a mesma posição, PAULO CÂMARA, *Manual de Direito ...* pp.712-713.

²¹ Sobre a enunciação destas cláusulas, PAULO CÂMARA, *Manual de Direito ...* pp. 712. Na determinação para a verificação da condição nas *cláusulas de sucesso* deve recorrer-se à *data do pagamento dos resultados da oferta*. Como refere PAULO CÂMARA, a fixação de *cláusulas de sucesso* é, na *praxis* societária, colocada em fasquias percentuais próximas do domínio. Neste caso, o oferente obtém a “*garantia*” que se houver aceitação por parte deste universo de sujeitos, adquirirá o domínio da sociedade visada. Nesta medida, as *cláusulas de sucesso* cumprem os requisitos legais enunciados – artigo 124.º/3.

²² Cfr. OLIVEIRA E SÁ, *A determinação contingente ...* pp. 401-402; PHILIPP VON BRAUNSCHWEIG, *Variable Kaufpreisklauseln in Unternehmenskaufverträgen*, DB, 2002, pp. 1815 e ss.

²³ Cfr. HELBLING, *Absicherungsstrategien gegen Risiken des Unternehmenskaufs*, 5, Aufl, Hrsg. V. Peemöller, 2012a, S.250, Herne, S. 250 e ss.

²⁴ Cfr. VAN KANN, *Kapitel III: Der Kaufvertrag*, in: van Kann (Hrsg.), *Praxishandbuch Unternehmenskauf*, 2. Aufl. (2017), pp. 55 e ss

*transação de preço contingente*²⁵ – o que delimita, positivamente, o objetivo destas cláusulas de reportarem um *recorte para o futuro* do plano contratual²⁶. No plano mobiliário, tais cláusulas são empregues, quer com as mesmas finalidades típicas do Direito Civil geral – permitir ao comprador pagar o preço de compra quando estiver economicamente mais estável –, quer com finalidades estritamente comerciais, *v.g.*: *i*) a *tutela das partes* em contratos envolvendo tecnologias de ponta ou patentes ainda não implementadas (que possuam ou não ganhos flutuantes ou perspectivas de futuro incertas); os contratos que têm por objeto uma empresa com baixos ativos comerciais e onde o lucro está dependente das habilidades individuais do vendedor; ou os contratos que dependam exclusivamente de fornecedores externos²⁷; *ii*) nas situações de suspeita de *lançamento* de contas ou outras informações, que não foram ainda efectuados, ou de informações às quais não é possível aceder²⁸; *iii*) quando estejam em causa elementos contabilísticos desactualizados ou o cálculo do valor pecuniário dos elementos existentes, que caracterizem o objeto negócio, seja difícil²⁹; *iv*) quando exista um *fim* expresso de aguardar por autorização pública ou por financiamento externo³⁰; *v*) quando se vise, após tomada de controlo pelo adquirente da empresa a ser negociada, uma condução do processo de revisão de preço con-

²⁵ Cfr. THEODOR BAUMS, *Ergebnisabhängige Preisvereinbarungen in Unternehmenskaufverträgen (Earn-Outs)*, DB 1993, pp. 1273.

²⁶ Cfr. VON BRAUNSCHWEIG, *Variable Kaufpreisklauseln in Unternehmenskaufverträgen*, DB 2002, pp. 1815 e ss, referindo, que nas cláusulas de revisão de preço, não está em causa um mero “ajuste de preço” no final do plano contratual. O fenómeno de “ajuste de preço” seria mais próximo de uma verdadeira “cláusula de revisão de preço para o passado”, como refere VON BRAUNSCHWEIG (“Preis Revisionsklausel für die Vergangenheit”) (tradução nossa).

²⁷ Sobre os exemplos referidos, veja-se *cf.* FISSELER/WEISSHAUPT, *Vendor Finance beim nicht-öffentlichen Unternehmenskauf*, DB 2006, pp. 431; JORG KOTZENBAUER, *Variable Kaufpreisgestaltung durch Earn-Out-Klauseln in Unternehmenskaufverträgen*, Grin Verlag, 2014, pp 7 e ss; THEODOR BAUMS, *Ergebnisabhängige ...* pp. 1273 e ss; STEPHAN A. JANSEN, *Unternehmensakquisitionen*, in: *Mergers & Acquisitions*. Gabler Verlag, 1998, pp. 292; BEYER S., HAUBOLD U, *Earn-Out-Klauseln in Unternehmenskaufverträgen*, Steuer-Journal.de, 20/06, pp. 32.

²⁸ Cfr. SOVERAL MARTINS, *Transmissão de participações ...* pp. 42.

²⁹ Cfr. OLIVEIRA E SÁ, *A determinação contingente ...* pp. 402-403.

³⁰ Cfr. SOVERAL MARTINS, *Transmissão de participações ...* pp. 42; UGO DRAETTA, *Il rischio antitrust negli accordi di compravendita di partecipazioni azionarie*, DCI, 2005, pp. 554. O último A., reporta-se, neste último sentido, às *walk-away clauses*, isto é, cláusulas pelas quais se estabelece um prazo durante o qual as partes ficarão obrigadas a esperar por uma decisão das autoridades *antitrust* e a desenvolver em relação a estas os melhores esforços, no cumprimento do estipulado, *cf.* ANDREW SCHWARTZ, *A Standard Clause Analysis ...* pp. 32. Tem-se estendido a função destas cláusulas a qualquer necessidade de autorização prévia por entidade pública, *cf.* SILVIO TERSILLA, *La lettera di intenti nella trattativa per l'acquisizione di un pacchetto azionario di riferimento*, DCI, 2003, pp. 513.

soante a evolução da sociedade sob controlo³¹; vi) por fim, alguns casos “gerais” relacionados com qualquer submissão a condição suspensiva de evento empresarial (*v.g.*, o condicionamento à não rescisão unilateral do contrato de trabalho por parte de trabalhadores; o condicionamento à possibilidade de obtenção de fundos comunitários ou públicos para investimentos; o condicionamento à obtenção de quotas de mercado).³² Contudo, como se verá, a estipulação destas cláusulas nunca surge isoladamente: exige o cumprimento de comportamentos a evitar até ao *momento* da transferência do controlo – *v.g.*, até ao momento da distribuição de dividendos, da celebração de contratos de financiamento ou da alienação de ativos³³. No plano de delimitação negativa, não fará sentido recorrer a *cláusulas de revisão de preço* quando em causa esteja um processo de compra de uma pequena empresa, ou a realização de um *MBO*³⁴.

2. A *atipicidade* na estipulação de *variantes/nuances* na conformação do preço da compra, como critério contingente, e da própria *cláusula de revisão de preço* na sua natureza, tem sido reconhecida pela doutrina³⁵, o que tem realmente aberto o leque de [potenciais] formas de estruturação das cláusulas de revisão de preço a uma miríade de estipulações possíveis.

3. Com enorme relevância para o *recorte jurídico* das *cláusulas de revisão de preço*, surge a sua determinação³⁶. Esta exige a maior das certezas e seguran-

³¹ Tem-se apontado o surgimento destas cláusulas como medida anti-OPA, *cf.* CASTEN CRAMER, *Change of Control-Klauseln im deutschen Unternehmensrecht*, Nomos, Baden-Baden, 2009, pp. 110 e ss; OTT AAVA, *Risk Allocation mechanisms in Merger and Acquisition Agreements*, Helsinki LR, 2010/2012, pp. 34.

³² *Cfr.* OLIVEIRA E SÁ, *A Determinação Contingente ...* pp. 403.

³³ *Cfr.* LEIGH WALTON/KEVIN D.KREB, *Purchase price adjustments, earnouts and other purchase price provisions*, Bass, Berry and Sims/PriceWaterhouseCoopers, 2007, pp. 6-7. Diga-se que algumas destas estipulações, por obrigarem a manutenção da coisa, objeto do contrato, na esfera do adquirente, podem funcionar como verdadeiras obrigações de custódia, *cf.* ENGRÁCIA ANTUNES, *A empresa como objeto ...* pp. 766 e ss.

³⁴ *Cfr.* SOVERAL MARTINS, *Transmissão de participações ...* pp. 44 (nota 9).

³⁵ *Cfr.* IHLAU, SUSANN UND GÖDECKE, STEFFEN, *Earn-Out-Klauseln als Instrument für die erfolgreiche Umsetzung von Unternehmenstransaktionen Contingent Consideration*, Earn-Out-Klausel, IFRS 3, Kaufpreis, Unternehmenstransaktion BB 2010 pp. 687 (Heft 12); JORG KOTZENBAUER, *Variable Kaufpreisgestaltung ...* pp. 12 e ss (nota 63).

³⁶ Sobre as normas fundamentais nesta matéria, *Supra* nota n.º7. Refira-se, apenas, no plano obrigacional, que ambas as normas que estruturam a *revisão do preço* pressupõem a celebração, em definitivo, do negócio jurídico estipulado *cf.* PIRES DE LIMA/ANTUNES VARELA, *Código Civil Anotado*, Vol. II, 4.º ed., Coimbra, 1997, artigo 883.º, pp. 174 e ss; a doutrina tem referido, no plano obrigacional, que o preço constitui uma verdadeira “lei” – a “lei do preço”, *cf.* LUIZ CUNHA GONÇALVES, *Comentário ao Código Comercial Português*, Vol. III, Lisboa, 1918, art. 466, n.º 681, pp. 15.

ças³⁷. A doutrina tem assumido a utilização de critérios variados para a revisão (e *determinação*) do preço, em contratos tipicamente estruturados no plano societário. A obra de Soveral Martins é completa ao ponto de fazermos remissão direta para os critérios apontados pelo A.³⁸. Contudo, em acréscimo, algumas posições têm surgido na doutrina sobre a operação do fenómeno da redução do preço, em especial, pela virtualidade do ordenamento jurídico português não deter regra específica³⁹. No plano dogmático, o ajustamento do preço,

³⁷ Cfr. ALEXANDER NURK, *Precise formulation of clauses is the basis for a successful contract drafting, resulting in a reduction of potential future disputes, Drafting Purchase Price Adjustments Tools*, Diplomica Verlag, Hamburg, 2009, pp. 43 e ss.

³⁸ Sucintamente, SOVERAL MARTINS aponta os seguintes critérios: i) o critério com base na avaliação das participações sociais à luz do método de *Cash-Flow*; ii) o recurso a um balanço para fixação do preço (podendo a revisão ter por base certos elementos do património da sociedade, *v.g.*, o *working capital*); iii) a utilização de contas ou subcontas de um documento contabilístico; iv) a elaboração de balanços, os quais sujeitos a critérios variados para a sua determinação, no plano geral da atribuição do procedimento de revisão destas cláusulas. Com extensos pormenores quanto aos critérios enunciados, cfr. SOVERAL MARTINS, *A transmissão de Participações ...* pp. 44 a 52.

³⁹ Como refere CATARINA MONTEIRO PIRES, *Aquisição de Empresas e de Participações Acionistas*, Lisboa, 2018, Almedina, pp. 122, a redução do preço corresponde à diminuição da contraprestação, o que se repercute no mecanismo sinalagmático do contrato. Fala-se, assim, de uma “*redução de preço independente de qualquer dano*”, cfr. PAULO MOTA PINTO, *Interesse Contratual Negativo e Interesse Contratual Positivo*, Coimbra Editora, 2008, Vol II, pp. 884 (nota 2472). De facto, o direito português ao não consagrar uma regra específica sobre a redução do preço na compra e venda, encontramos, apenas, no artigo 911.º/1, a alusão à redução “*em harmonia com a desvalorização*”. Isto significa que a redução da contraprestação deverá operar conforme o previsto no artigo 884.º, cfr. JOÃO ANTUNES VARELA, *Das Obrigações em Geral*, Vol. II, Almedina, 2012, pp. 90; MANUEL CARNEIRO DA FRADA, *Perturbações típicas do contrato de compra e venda*, in *Direito das Obrigações/Contratos em Especial* (volume coordenado por MENEZES CORDEIRO), Lisboa, 1991, pp. 112 e 122. Teoreticamente, são possíveis quatro métodos de cálculo: i) *método subjetivo real* – a redução do preço seria feita pela diferença entre o preço acordado e o valor objeto da coisa com defeito; ii) *método objetivo* – a redução do preço operaria tendo em conta a diferença entre o valor ideal do bem e o seu verdadeiro valor real; iii) *método subjetivo hipotético* – a redução do preço redundaria na diferença entre o preço acordado e o preço que as partes teriam estabelecido se soubessem que o bem era defeituoso; iv) *método misto* – onde se operaria a conjugação entre o preço acordado, o valor objetivo da coisa com defeito e o valor ideal do bem. Referindo estes quatro métodos de cálculo, PEDRO ROMANO MARTINEZ, *Cumprimento Defeituoso*, Almedina, 2015, pp. 363; MOTA PINTO, *Interesse, II ...* pp. 1436 e ss.

No nosso entender, a posição sufragada por ROMANO MARTINEZ, na adoção do método subjetivo real, parece-nos a mais adequada, especialmente porque permite respeitar a equivalência prestação e contraprestação. Sufragando também esta posição, CATARINA MONTEIRO PIRES, *Aquisição de Empresas ...* pp. 123 e pp. 128. A operação de *re-equilíbrio*, não deverá ser meramente matemática, como refere a A.; a tarefa não será subtrair, *p.e.*, 2000 € ao preço (se consideramos o defeito avaliável nesse valor), mas determinar o impacto desse defeito em toda a realidade do preço. Pergunta-se se terá o vendedor a possibilidade de opor ao comprador que exija uma redução do preço que, pelo valor reduzido, não teria aceitado vender? Entendemos que seria inadmissível tal pretensão pelo adquirente,

através da sua determinação ou revisão, constitui uma forma de densificação da contraprestação: com a introdução de cláusulas de revisão de preço, as partes pretendem um *ajustamento* do próprio sinalagma, através da conformação deste em duas ou mais fases⁴⁰.

3. As *Earn-Out Clauses* e a [sua] dúvida como “*raiz psicológica*”

1. As cláusulas *earn-out* constituem o expoente do negócio condicional no âmbito das *cláusulas de revisão de preço*: com a sua estipulação procura-se condicionar a determinação do preço à verificação de certos resultados ou acontecimentos dentro de um determinado período temporal (o *earn-out period*)⁴¹. Segundo entendemos, a *ratio* da estipulação de cláusulas *earn-out* é transposta da *ratio* geral presente nas cláusulas de revisão de preço⁴²: em virtude de potenciais desenvolvimentos futuros da empresa, pretende-se obviar às dificuldades de cálculo do valor pecuniário da mesma. De facto, perante uma cláusula *earn-out*, o comprador é colocado na seguinte situação: se atingir determinados resultados, fica obrigado a pagar o acréscimo do preço devido pelos resultados alcançados, ou, inversamente, caso não atinja certos resultados, o seu não empenho redundará numa diminuição do valor da empresa. Assim, como se

cf. CARNEIRO DA FRADA, *Perturbações Típicas* ... pp. 115. O devedor, caso pretenda tal mecanismo, incumprirá o contrato.

De direito, a redução do preço exige que a não verificação do facto futuro seja determinante ou essencial. Haja ou não culpa do vendedor, cabe ao comprador a prova e a alegação – artigo 342.º/1 CC – que não teria comprado a empresa por aquele preço, se tivesse acesso a determinada informação. Contudo, não será necessário, em todas as situações, demonstrar que a “*essencialidade*” do motivo era conhecida pelo vendedor – isto apenas será necessário se o adquirente pretender demonstrar o “*defeito*” da empresa, para efeitos de aplicação do artigo 911.º, *cf.* CATARINA MONTEIRO PIRES, *Aquisição de Empresas* ... pp. 126. Será mais fácil admitir um *minus* no grau probatório do adquirente em provar que, através de um determinado *cash flow*, a empresa já não atesta a mesma solvabilidade, devendo, com base nesse *cash flow*, diminuir-se o preço da aquisição. Por isso, deve *presumir-se* a essencialidade e o conhecimento dessa essencialidade pelo vendedor, sempre que haja uma desconformidade com o modelo acordado: de facto, numa compra de empresa, a natureza do bem não facilita um contacto com mesmo pelo adquirente, o que torna, em toda a extensão, difícil a prova da essencialidade do motivo, para o adquirente, conhecida pelo vendedor.

⁴⁰ Neste sentido, que acolhemos, CATARINA MONTEIRO PIRES, *Aquisição de Empresas* ... pp. 127.

⁴¹ No plano definitório, *cf.* OLIVEIRA E SÁ, *A determinação contingente* ... pp. 402. Refere ainda o A., *Idem*, pp. 408, que as partes optam pela estipulação de períodos de três a cinco anos a contar do momento do *dosing* – ou, estando em causa empresas onde haja necessidade de depositar expectativas na comercialização de (novos) produtos, mormente de base tecnológica, o termo não é o momento do *dosing*, mas o início do processo de comercialização ou de obtenção de licenças.

⁴² Veja-se *Supra*, § 2. 2.

pode observar, *estas* cláusulas visam uma função de distribuição de risco, repartido de forma equitativa: nem o vendedor *garante* resultados, nem o comprador aumenta a contraprestação por *expetativas* não realizadas[*veis*]. Chegado ao fim do negócio, as partes acordam um preço que satisfaça o valor real da empresa *a adquirir*. Repare-se que as partes pretendem que apenas a determinação do preço fique dependente da verificação de um *facto futuro e incerto*, e não todo o negócio jurídico. Nesta *segunda situação* – quando se submeta todo o negócio a condição suspensiva – falamos de um sentido generalizado de submeter todo o plano contratual acordado pelas partes a *condições*, certamente perto de um conjunto de cláusulas contratuais que, juntas, assumem uma função de *conditions precedent*⁴³. Qualquer plano contratual que assuma uma função condicional-geral protela a fase do *closing* em relação à fase do *signing*: fala-se, nesse sentido, do conteúdo que a condição assume no plano contratual e no desfasamento do processo de negociação (*closing conditions*)⁴⁴.

2. A inexistência de controlo sobre a empresa adquirida evoca problemas na determinação da licitude dos comportamentos levados a cabo pelas partes, até à verificação da condição. Assim, num sentido conclusivo primário, assumimos que a compatibilização desses comportamentos com o regime geral da condição – mormente, com a imposição da boa fé no decurso do negócio condicional – constitui a verdadeira *raiz psicológica* das cláusulas *earn-out*⁴⁵. De facto, a compatibilização geral da licitude desses comportamentos tem um duplo alcance: i) funciona como limite à autonomia privada na configuração do conteúdo das

⁴³ Cfr. OLIVEIRA E SÁ, *A determinação contingente ...* pp. 404-405. O processo de submissão do contrato a “*conditions precedent*” é um verdadeiro processo resultante da conjugação de várias cláusulas, e não uma cláusula isolada, cfr. MATTHEW JENNEJOHN, *The Architecture of Contract Innovation*, Boston College Law Review, Volume 59, Issue 1, Article 4, 2018, pp. 14 (disponível em <https://lawdigitalcommons.bc.edu/bclr/vol59/iss1/4/>); STEPHEN BRAINBRIDGE, *Mergers and Acquisitions: A Transactional Perspective*, University Casebook Series, 2012 (3. ed.) pp. 16-20. Fala-se, neste aspeto, dos “*elementos básicos de uma aquisição de empresa*”, como incluindo “*conditions precedent*”, ao que se concretiza: *representations and warranties, covenants*, planos gerais de consentimento de terceiros, e outros requisitos relevantes para a fase do “*closing*”. Isto é: qualquer cláusula [ou a sua junção] que seja considerada como condição suspensiva. Esta parece-nos a relação correta. Com o mesmo entendimento, associando a estipulação de condições suspensivas a *conditions precedent*, cfr. MIGUEL BRITO BASTOS/PAULO CÂMARA, *A aquisição de empresas ...* pp. 42.

⁴⁴ *Closing Conditions* é o sistema de “*closing*” [término das negociações] em virtude da verificação de um facto futuro incerto, cfr. FREDERICK R. FUCCI, *Arbitration in M&A Transactions: Laws of New York and Delaware, Part III, 72(3)*, Dispute Resolution Journal, 2016, pp. 1 e ss.

⁴⁵ Utilizamos a expressão de MANUEL DE ANDRADE, *Teoria Geral da Relação Jurídica*, Vol. II, Livraria Almedina, 1972, pp. 357, que se refere à verificação do facto futuro e incerto da condição suspensiva como a “*dúvida como raiz psicológica*”.

cláusulas pelas partes⁴⁶; ii) constitui o padrão de comportamento exigido e/ou o âmbito de censura imputado à parte no decurso do negócio condicional, até à verificação da condição – padrão esse, baseado em deveres de *cooperação* entre as partes, como enunciaremos. Tem-se apontado que os *earn-outs* funcionam, assim, como uma espécie de *joint-venture*: nem sempre com interesses convergentes, comprador e vendedor cooperam para a verificação da condição⁴⁷.

Se a fundamentação destas cláusulas, na *generalidade*, visa a obtenção dos resultados típicos de qualquer cláusula de revisão de preço⁴⁸, os meios utilizados para determinação do preço de compra – sobre o manto do *earn-out period*, isto é, do termo que as partes acordam para a verificação das condições – tem oscilado pelos mesmos critérios apontados para as estruturas condicionais gerais⁴⁹. Na *especialidade*, as cláusulas *earn-out* visam um escopo de “*uniformização*” de expectativas [divergentes] quanto a factos futuros da empresa: *earn-outs essentially allow parties to agree to disagree*⁵⁰. O que torna complexo o processo de formação e execução das cláusulas *earn-out* são os mecanismos laterais estipulados para reequilibrar as pretensões do vendedor e do adquirente, mormente através

⁴⁶ No mesmo sentido, *cf.* OLIVEIRA E SÁ, *A Determinação Contingente ...* pp. 407 e ss.

⁴⁷ Utilizando essa comparação, CHRISTOPHER HARRISON, *Make the Deal: Negotiating Mergers & Acquisitions*. New Jersey: Bloomberg Press, 2016, p. 82.

⁴⁸ Veja-se. *Supra*, § 2.2. Salientando que em qualquer “*revisão de preço*” com ou sem estrutura *earn-out* se encontra um problema de assimetria de informação ou de seleção adversa, *cf.* NINON KOHERS, JAMES ANG. SOURCE, *Earnouts in Mergers: Agreeing to Disagree and Agreeing to Stay*. The Journal of Business, Vol. 73. The University of Chicago Press, July 2000.

⁴⁹ *Cfr.* *Supra*, § 2.2. De facto, nas cláusulas *earn-out* o “*preço*” pode ter uma função negativa “*negativer Kaufpreis*” [preço de compra negativo], o que se assemelha a uma “*redução do preço*” – e, portanto, a uma cláusula próxima das cláusulas de garantia, já que o vendedor, ao ver reduzido o preço pela verificação ou não de determinado facto, está a garantir, expressamente, que um certo *estado de coisas* se verifiquem, ou, não se verificando, que o mesmo garantirá o seu suprimento, *cf.* MARKUS VISCHER, *Earn Out-Klauseln ...* pp. 510 e ss. Há claramente aqui um *plus*, como refere OLIVEIRA E SÁ, *A Determinação Contingente ...* pp. 404, em relação à típica cláusula *earn-out*. Assume-se, em acréscimo, uma função de garantia, ilustrada, na maior parte dos casos, na designada *garantia de perdas*, em que o comprador acorda com o vendedor que, caso os lucros da empresa não atinjam determinado valor, este fica obrigado a devolver parte do valor já pago, *cf.* JORG KOTZENBAUER, *Variable Kaufpreisgestaltung ...* pp. 8 e ss.

⁵⁰ Em igual sentido, diga-se que também nas cláusulas de revisão de preço existe um escopo de “*uniformização de expectativas*”, *cf.* BRIAN J.M. QUINN, *Putting your Money Where Your Mouth Is: The Performance of Earnouts in Corporate Acquisitions*, University of Cincinnati Law Review, Fev. 2013, Vol 81, Issue 1, pp. 134 e ss, referindo o A., “*By creating uniform expectations with respect to any one of a number of uncertainties, the earnout mechanism permits parties to normalize their joint expectations about the future and thus agree on a pricing formula for the seller where, in the absence of uniform joint expectation, parties might not be able to reach agreement*”. Sobre a expressão no texto, *cf.* JOSEPH BARLETT, *Equity Finance: Venture Capital, Buyouts, Restructurings and Reorganizations*. 2.ed. New York: Wolters Kluwer Law & Business, 2014, p. 327.

de mecanismos que possibilitam a ingerência na administração da sociedade a *adquirir*. A mera possibilidade do vendedor prosseguir com o “*curso normal dos negócios*” no decurso da cláusula *earn-out* não se apresenta um critério decisório determinante, especialmente devido ao facto *deste* poder gerar conflitos entre as partes contratantes. Segundo sugere Freund, a melhor forma de solucionar potenciais conflitos seria a escolha, pelo vendedor, dos pontos da administração que, segundo o seu critério, serão relevantes para influenciar o resultado do *earn-out*⁵¹. Destacadas essas áreas de atuação, o vendedor poderá propor que o comprador se comprometa a adotar determinados comportamentos somente com relação aos setores delimitados, o que torna o contrato mais eficiente nesse aspeto e evita discussões por hipóteses genéricas do que constituiria o “*curso normal dos negócios*” – *v.g.*, se o vendedor entende que determinado número de funcionários é importante para o desempenho da sociedade ou que é necessário manter certo valor de capital, poderá negociar a inclusão de salvaguardas no contrato para prevenir que o comprador possa diminuir o seu número de funcionários ou reduzir o capital. Atente-se, contudo, para o facto de que restringir a atuação da sociedade ao seu curso normal de negócios pode impedir que a sociedade aproveite oportunidades que apareçam durante o período do *earn-out*. A solução proposta por Freund, para esse impasse, envolve a exclusão de determinadas operações de cálculo do *earn-out*⁵². No nosso entender, será de seguir tal entendimento.

⁵¹ JAMES FREUND, *C. Anatomy of a Merger: Strategies and Techniques for Negotiating Corporate Acquisitions*. New York: Law Journal Press, 1975, p. 220.

⁵² *Cfr.* JAMES FREUND, *Anatomy of a Merger ...* pp. 221: “*One mode of solving this type of problem is to reach a compromise along the following lines. Seller cannot ask purchaser to refrain from expanding the business or trying out a new territory or product, but he can insist on a provision to the effect that any such expansion to which seller does not consent in advance will not affect the earnout*”.

É de enorme relevância referir a funcionalidade que as cláusulas *earn-out*, e os *Purchase Price Adjustments*, detêm no plano societário, como é enunciado pela doutrina anglo-saxónica: “*Earn-outs and Price Adjustments are successful in dealing with problems of asymmetric information or non-convergent beliefs because they harness the postclosing, verifiable information on target company’s valuation*”, *cfr.* ALBERT H. CHOI, *Facilitating Mergers and Acquisitions with Earnouts and Purchase Price Adjustments*, University of Virginia, September 2016, *Journal of Law, Finance and Accounting*, pp. 27 (disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2460777). Sobre a diferença entre as duas figuras, aponta-se “*While purchase price adjustments could induce the seller to engage in more shorter term behavior, simultaneous use of an earn-out can offset such a concern. For instance, while purchase price adjustment can induce the seller to artificially maximize the firm’s net working capital, earn-out can partially offset such a behavior by inducing the seller to spend more net working capital for longer term investments*”, *Idem*, pp. 27. Veja-se também a obra referida, ainda, para uma análise pormenorizada sobre os *modelos matemáticos de cálculo de cláusulas earn-out*, e suas consequências.

§ 3.º As *Material Adverse Change Clauses*: uma introdução possível

1. O tema das *Material Adverse Change Clauses* (*MAC Clauses*), apesar de incidentalmente tratado na doutrina portuguesa, não é desconhecido no plano internacional⁵³. Associado a uma clara função de distribuição do risco contratual⁵⁴, o interesse prático destas cláusulas visa atribuir ao comprador, num típico negócio de aquisição de empresas, um direito de resolução do contrato, caso se verifique uma *alteração* ou *evento material adverso*⁵⁵. Como se percebe, o conceito de *alteração material adversa* corresponde ao centro gravítico das cláusulas *MAC*, dado ser a partir da verificação desta alteração que se permite ao comprador recorrer aos *remédios contratuais*⁵⁶. A alteração adversa é *material* quando “*substantially threatens the overall earnings potential of the target in a duratio-*

⁵³ Atente-se as citações que, por tudo o já referido, faremos quanto à *MAC* – essencialmente, *Supra* §1.º. Referimo-nos, na doutrina portuguesa, ao trabalho de FERNANDO OLIVEIRA E SÁ, *Cláusulas Material Adverse Change (MAC) em Contratos de Compra e Venda de Empresas*, Estudos em Memória do Professor Doutor Paulo M. Sendim, Direito Comercial e das Sociedades Comerciais, Universidade Católica Editora, 2012, pp. 427 e ss; bem como o tratamento (*parcelar e tópico*) feito por MIGUEL BRITO BASTOS/PAULO CÂMARA, *O Direito de Aquisição ...* pp. 42 e ss.

⁵⁴ *Cfr. Supra*, § 1.º.

⁵⁵ A distinção entre *alteração* ou *evento material adverso* é um problema de conformação contratual: ou se prevê, na *primeira hipótese*, a relevância de alterações que ocorram entre a celebração do contrato e o *closing*, ou, na *segunda hipótese*, se prevê a relevância de alterações que já ocorreram, conformando-se apenas as repercussões futuras – portanto, os efeitos produzidos – sobre o contrato de aquisição. Lucidamente, sobre a distinção, OLIVEIRA E SÁ, *Cláusulas Material Adverse ...* pp. 428.

Na prática, tem-se apontado a relevância da distinção entre *alterações materiais adversas internas* e *alterações económicas materiais externas*, *cfr.* OLIVEIRA E SÁ, *Cláusulas Material Adverse ...* pp. 427. Enquanto as primeiras se reportariam a alterações na própria empresa-alvo ou em situações de coligação societária, as segundas constituem alterações que não dizem respeito à empresa alvo, constituindo antes alterações com impacto negativo na sua situação patrimonial ou na situação patrimonial do adquirente, *cfr.* PICOT, GERHARD/DUGGAL, RAOUL, *Unternehmenskauf: Schutz vor wesentlich nachteiligen Veränderungen der Grundlagen der Transaktion durch sog. MAC-Klauseln*, DB, 2003, pp. 2638 (em especial) a 2642.

⁵⁶ Importa reter que qualquer alteração implica um impacto *adverso* de natureza puramente *material*. *Adverso* porque subsumido à existência de um prejuízo/desvantagem. *Material* porque associada à expressão norte-americana de *frustration*, que nos ordenamentos jurídicos de sistema civil law se reporta a uma alteração que conduza a uma perda do valor da empresa, ou a uma impossibilidade de manutenção das condições do negócio inicialmente acordado, *cfr.* DANIEL SCHLÖSSER, *Material Adverse Change-Klauseln in US-amerikanischen Unternehmenskaufverträgen*, RIW, 2006, S., pp. 890; CHRISTOPH LANGE, *Material Adverse Effect und Material Adverse Change – Klauseln in amerikanischen Unternehmenskaufverträgen*, NGZ, 2005, pp. 455; ANDREW A. SCHWARTZ, *A Standard Clause Analysis ...* pp. 822 Tem-se apontado que, na prática, o direito potestativo de resolução do contrato se apresenta como o exemplo mais típico do desvalor associado às *MAC*, não obstante que se encontre, em algumas situações tópicas, a utilização agregada ou singular de outros remédios contratuais, como a *adaptação do contrato*, ou mesmo a *redução do preço*, por vezes com associação a cláusulas penais, *cfr.*

nally-significant manner ... which one would think would be measured in years rather than in months”⁵⁷, o que reproduz um pensamento normativo orientado para (i) a fixação de um limite mínimo à materialidade da alteração e (ii) a utilização de uma *visão largamente de longo prazo*⁵⁸ para a aferição do *evento material adverso*. Entre nós, as MAC devem ser interpretadas fora dos constrangimentos da *frustration* – i.e., da alteração das circunstâncias, de base *anglo-saxónica* – e admitidas como conceito jurídico indeterminado⁵⁹.

2. O propósito de uma MAC centra-se, com preponderância, no seu mecanismo resolutorio unilateral⁶⁰. Se, de facto, há uma projecção clara destas cláusulas no tempo como fenómeno de alocação de risco entre o momento *signing* e o momento do *closing* – a que se atribui a referência, entre ambos os períodos, a um “*interim risk*”⁶¹ – a doutrina tem oscilado na delimitação geral do seu fim

GERHARD/DUGGAL, RAOUL, *Unternehmenskauf* ... pp. 2639-2640; OLIVEIRA E SÁ, *Cláusulas Material Adverse* ... pp. 428.

⁵⁷ A citação corresponde ao caso *Delaware Chancery Court (2001), IBP, Inc vs Tyson Food, Inc* (disponível em <https://casetext.com/case/in-re-ibp-inc-v-tyson-foods-inc>).

⁵⁸ Cfr. DANIEL SCHLÖSSER, *Material* ... pp. 891. Repare-se que a jurisprudência norte americana exige que a alteração ponha em causa a *totalidade do negócio aquisitivo*, pelo que se interpreta a MAC como se um caso de *frustration* se tratasse, o que torna a exigência de constituição de alteração material adversa um verdadeiro “*cataclismo de proporções bíblicas*”, cfr. CHRISTOPH LANGE, *Material* ... pp. 455. A qualificação delimitadora do efeito material adverso como visão de longo prazo refere-se ao facto de os impactos negativos não poderem ser medidos no momento imediato ao da verificação adversa, mas antes na medida do ponto de vista de um *adquirente racional e de longo prazo*, cfr. DANIEL SCHLÖSSER, *Material* ... pp. 891. Este entendimento tem fragilidades evidentes: deve distinguir-se o adquirente empresário, orientado para uma estratégia a longo prazo, e os adquirentes meramente especulativos ou de curto prazo que, naturalmente, não têm uma estratégia de longo prazo (v.g., *hedge funds*).

⁵⁹ Neste sentido, cfr. CHRISTOPH LANGE, *Material* ... pp. 455; OLIVEIRA E SÁ, *Cláusulas Material Adverse* ... pp. 440 (em especial, nota 55). A opinião tem apoio jurisprudencial: o *Panel on Takeovers and Merger* entende que o nível de exigência para a verificação de um efeito material adverso “*does not require the offer to demonstrate frustration in the legal sense*”.

⁶⁰ Cfr. ANDREW ELKEN, *Rethinking* ... pp. 295.

⁶¹ Cfr. ROD J. HOWARD, *Deal Risk, Announcement Risk and Interim Changes—Allocating Risks in Recent Technology M&A Agreements*, in *Drafting Corporate Agreements*, Corporate Law & Practice, 2000–2001, pp. 217. O risco mede a *diferença* entre o valor do bem no início da transação e na data da sua conclusão, e é, naturalmente, influenciado pelas imperfeições do período de *due diligence* ou pelos procedimentos regulatórios das entidades de supervisão. Geralmente, maior risco está associado a um maior “*interim period*” [a uma maior variação potencial do valor da empresa a adquirir], cfr. ANDREW ELKEN, *Rethinking* ... pp. 295. Contudo, a relevância do tempo para a conformação das MAC não deve ter repercussões diretas na medição dos efeitos da alteração adversa, pelo que a medição do seu impacto deverá reportar-se à sua gravidade, e não ao diferimento temporal dos seus efeitos. Com este último entendimento, que consideramos de seguir, ANDREW A. SCHWARTZ, *Material* ... pp. 892 [citando o caso *Genesco, Inc vs The Finish Line, Inc (2007)*, em que foi aceite a existência de uma

tipológico: i) a *Symmetry Theory*, fundamenta as *MAC* numa resposta à dificuldade de criar riscos simétricos entre as partes⁶²; ii) a *Investment Theory*, admite que as *MAC* são um incentivo sinérgico para o investidor apostar na aquisição da empresa, o que aproxima a posição do vendedor, no *interim period*, a um tipo de *risco moral*⁶³; iii) a *Renegotiation Leverage Theory*, que concebe as *MAC* como formas de alocação de “*leverage*” na renegociação de *M&A*'s, ao que se atribui um poder abstrato ao vendedor de renegociar o processo de *M&A*, e não tanto de acionar o mecanismo resolutório unilateral⁶⁴. Devido à grande *plasticidade* na conformação de cláusulas *MAC*, em virtude da *in*correspondência entre os parâmetros teóricos e práticos da sua construção, a doutrina tem aglutinado os vários fundamentos das potenciais construções de cláusulas *MAC* em grupos de casos, dentro de uma categoria indeterminada de conceitos sujeita a preenchimento valorativo. Será de atentar que essa imprecisão na delimitação do *fim* e do *fundamento* das cláusulas *MAC* reflete-se na delimitação *variável*, pela jurisprudência, do conceito de *alteração material adversa*⁶⁵.

alteração material adversa baseada em apenas um trimestre em que as contas da sociedade revelaram um resultado muito baixo por comparação com os trimestres anteriores – *cf.* interpretação de OLIVEIRA E SÁ, *Cláusulas Material Adverse* ... pp. 443].

⁶² Por todos, ANDREW ELKEN, *Rethinking* ... pp. 297. Esta posição sustenta-se nos desenvolvimentos das *Leis de Delaware*. Como o A., sustenta, esta tese falha em explicar as situações onde o risco assimétrico procurado pelas cláusulas deixa de vigorar. Tem-se assemelhado esta doutrina à necessidade de proteção do comprador, enquanto se elimina a necessidade de redução do preço da aquisição, *cf.* MICHELLE SHENKER GARRET, *Efficiency and Certainty in Uncertain Times: The Material Adverse Change Clause Revisited*, *Columbia Journal of Law and Social Problems*, 2010, pp. 339

⁶³ *Cf.* ANDREW ELKEN, *Rethinking* ... pp. 298. Esta doutrina visa admitir que uma cláusula *MAC* perfeita atribuirá o risco endógeno ao vendedor, e o risco exógeno ao comprador: “*an efficient MAC clause would allocate to the seller the risk of a value decrease due to a loss of key customers, and it would allocate to the purchaser the risk of a value decrease due to a market-wide financial crisis*”. Alguns problemas têm surgido nesta tese, especialmente relativos à imposição ao vendedor de um ónus de sinergia para com o comprador, na distribuição do risco contratual.

⁶⁴ *Cf.* JESSICA HALL, *Scuttling Deals? More a Threat than Reality*, *Reuters*, Sept. 18, 2007, [disponível em <http://www.reuters.com/article/reutersEdge/idUSN1845894020070918?sp=true>].

⁶⁵ “[t]he notion of na *MAE* is imprecise and varies both with the context of the transaction and its parties and with the words chosen by the parties (*Frontier Oil Corp. v. Holly Corp.*)”, *cf.* MICHELLE GARRET, *Efficiency* ... pp. 341. Na decisão *Pacheco v. Cambridge Technology Partners* (2000) foi decidido que uma alteração material está relacionada especificamente com a diminuição mensal (no caso, trimestral) das receitas da empresa, em comparação com as receitas trimestrais anteriores, pelo que se conclui que “*To be material, quarterly earnings must be compared to earnings in corresponding quarters of previous years, rather than sequentially*”, *cf.* MICHELLE GARRET, *Efficiency* ... pp. 342. Na decisão *IBP vs Tyson Foods* (2001), na interpretação da cláusula *MAC* inserida num contrato de aquisição, entendeu a Corte Americana que “*the important thing is whether the company has suffered a Material Adverse Effect in its business or results of operations that is consequential to the company’s earning power over a commercially reasonable period*” – acrescentando na densificação do “*commercially reasonable period*” um período “*measured in years rather*

3. O que sustentar quanto à determinação do *evento material adverso*? Entendemos que a *alteração* terá que ser *substancial* – materialmente, terá que implicar uma diminuição do ativo da empresa – e não poderá ser “*temporária*”, devendo, neste segundo requisito, realizar-se um juízo à luz do caso concreto para determinar o *tempo relevante* para a delimitação do *evento adverso*.

4. Estrutura e recorte jurídico das MAC: entre a prática e a tipologia exemplificativa

1. A doutrina tem isolado três conjuntos de alterações materiais típicas, sujeitas a uma MAC⁶⁶: *i*) alterações adversas com impacto na empresa a adquirir (*Business MAC*); *ii*) alterações materiais ocorridas num quadro de mercado onde empresa-alvo e adquirente atuam; *iii*) alterações materiais resultantes de condições de mercado associadas à obtenção de financiamento para a operação de aquisição (*Financial MAC*). No desenho geral das cláusulas MAC, opera-se ainda a distinção entre MAC genérica e MAC *específica*: enquanto que nas *primeiras* prevê-se uma relevância ampla do que possa resultar num efeito material adverso, nas *segundas* a sua previsão é acompanhada por elementos que *condicionam/limitam* a extensão e o significado da *alteração material adversa* – *v.g.*, através de uma enumeração descritiva das situações em que as partes acordam o que possa vir a ser uma alteração adversa (*inclusions*⁶⁷), ou uma enumeração do que não possa constituir uma alteração adversa (*carve-outs*)⁶⁸. Devido à indeterminação material do conceito de *alteração material*, a prática tem aconselhado que seja incluída uma lista de situações que delimitem o que possa admitir-se para efeitos da determinação de *eventos materiais adversos*, mantendo, contudo, um leque exemplificativo que não permita, por outro lado, um fenómeno de *devoção* à MAC genérica para efeitos de interpretação do impacto da alteração⁶⁹.

than months”. Ainda sobre a imprecisão do conceito material de *alteração adversa*, atestando a irrelevância temporal em abstrato para aferir da *alteração*, veja-se a decisão *Frontier Oil vs Holly Crop* (2004).

⁶⁶ Por todos, *cf.* FLORIAN KÄSTLE/DRIX OBERBRACHT, *Unternehmenskauf – Share Purchase Agreement*, C.H.Beck, 2018 (3.ª ed.), pp. 137

⁶⁷ As *inclusions* funcionam como elemento probatório, permitindo ao adquirente, limitando o seu risco e em caso de litígio, provar a *materialidade* da alteração, evitando desvios interpretativos por parte do Tribunal quanto ao conceito de *alteração material adversa* previsto no contrato, *cf.* OLIVEIRA E SÁ, *Cláusulas Material Adverse ...* pp. 431; MARTIN HENSSLER, *Material ...* pp. 744

⁶⁸ *Cfr.* OLIVEIRA E SÁ, *Cláusulas Material Adverse ...* pp. 431

⁶⁹ A construção de uma MAC é, portanto, alvo de grande estratégia, admitindo-se *nuances* na sua construção, como atesta a *praxis* societária, *cf.* DANIEL SCHLÖSSER, *Material ...* pp. 897.

2. Com a estipulação de *carve-outs*, o vendedor pretende atribuir ao comprador os riscos inerentes à estipulação de uma *MAC* genérica, através da consagração, no contrato, de *exceções*. A doutrina tem admitido a relevância de conformar a estipulação de *carve-outs* da forma mais *vaga* possível, de forma a beneficiar a posição jurídica do vendedor, com o propósito de incluir, no contrato, um elenco *vago* de *alterações materiais adversas*, dificultando, ao comprador, a prova da alteração adversa⁷⁰. De facto, enquanto que na ausência de uma *MAC* o risco exógeno do negócio corre por conta do vendedor, e o risco endógeno por conta do adquirente, numa *MAC* genérica pretende-se onerar o vendedor com o risco endógeno e exógeno da *alteração material*. As *carve-outs*⁷¹ têm, assim, como função, inverter a oneração excessiva que uma das partes estaria sujeita, alocando, à outra parte, a distribuição [convencional] do risco da consumação do *evento material adverso*. De direito, como se verá, esta figura aproxima-se dos efeitos pretendidos pela aplicação do instituto da alteração das circunstâncias⁷².

5. Entre a distribuição contratual do risco e a alteração superveniente das circunstâncias: que futuro para as *MAC*?

1. A relevância atribuída às *MAC* é facilmente demonstrável através do reconhecimento prático da dificuldade de aplicação, em situações concretas, do regime da alteração das circunstâncias – artigo 437.º CC⁷³. A porta de abertura para a aplicação de regimes específicos de distribuição do risco – como a inclusão de uma *MAC* num contrato de aquisição de empresas – pressupõe a assunção prévia do carácter *dispositivo* do regime da alteração das circunstâncias, o que permitirá às partes submeter a situação jurídica à autonomia privada⁷⁴ – raciocí-

⁷⁰ Cfr. DANIEL SCHLÖSSER, *Material* ... pp. 893

⁷¹ Sobre a negação de *carve-outs* implícitos, OLIVEIRA E SÁ, *Cláusulas Material Adverse* ... pp. 433. O A. refere que a negação de *carve-outs* implícitos não deve ser confundida com a possibilidade de utilização de uma *interpretação complementar* – tendo necessariamente por objeto interpretado uma cláusula com enumeração taxativa – como veículo definidor das *exceções* enunciadas no contrato de aquisição.

⁷² Cfr. RONALD GILSON/ALAN SCHAWATZ, *Understanding Macs: Moral Hazard in Acquisitions*, Yale Law School, 2004, pp. 339, este último A., reportando-se à “*frustration*”.

⁷³ Cfr. MARTIN HENSSLER, *Material* ... pp. 750.

⁷⁴ Admitido, como no texto, o carácter dispositivo do artigo 437.º, por todos, cfr. MENEZES CORDEIRO, *Tratado de Direito Civil Português*, II, Tomo IV, Coimbra, 2010, pp. 300 a 325; ANTÓNIO PINTO MONTEIRO/ JÚLIO GOMES, *A “hardship clause” e o problema da alteração das circunstâncias*, in Manuel Afonso Vaz, Lopes Azeredo (Coord.) – *Juris et de jure* – nos vinte anos da Faculdade de Direito

nio que não afasta a possibilidade de estarmos perante uma situação complexa, onde a validade das cláusulas de distribuição de risco estabeleçam a assunção de riscos que, à luz do artigo 437.º, implicariam a modificação ou resolução do contrato⁷⁵. De facto, em matéria de litígios envolvendo problemas de distribuição de risco, deve operar-se uma certa ordem de preferências, antes de recorrermos à aplicação do artigo 437.º, tal como delineado por Roth⁷⁶: em primeiro, surge a interpretação do contrato; em segundo lugar, a interpretação complementar; por fim, o recurso ao regime da alteração das circunstâncias. Este ponto é da maior relevância, uma vez que, através do mecanismo da interpretação complementar das cláusulas que contenham *inclusions* e *carve-outs*, não se pode chegar a um resultado que contenda com o negócio de aquisição delineado pelas partes, atribuindo ao adquirente ou ao vendedor riscos que estes não assumiriam – *em abstracto* – e que acabaria, caso assumissem, por contundir com o fim e o espírito do negócio pretendido. Neste último sentido refira-se que a interpretação complementar não pode alterar o equilíbrio sinalagmático das prestações conformadas pelas partes: antes o deve respeitar⁷⁷.

2. Se assim é verdade, deve concluir-se primariamente que, enquanto a interpretação complementar pressupõe uma *lacuna*, a alteração das circunstân-

da Universidade Católica Portuguesa, Porto, Universidade Católica Portuguesa, 1998, pp. 33. A doutrina alemã tem sustentado a relevância deste entendimento no panorama geral das *MAC Clauses*, *cf.* MARTIN HENSSLER, *Material ...* pp. 752; GUNTHER ROTH, *Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch*, Band 2, §§ 241–432, 5. Auflage, München, 2007, pp. 1776 (anotação ao §313).

⁷⁵ Apontando a relevância deste problema, *cf.* OLIVEIRA E SÁ, *Cláusulas ...* pp. 434. A doutrina tem entendido que o regime da alteração das circunstâncias não se encontra totalmente na disponibilidade das partes “*estando a autonomia privada das partes limitada pela sua necessidade de correção (Korrekturbedarf)*”, *Ibidem*, pp. 434 (nota 36). A boa fé emerge, aqui, como limite à possibilidade das partes, numa *MAC*, afastarem o funcionamento do instituto do artigo 437.º, nas situações em que a manutenção do vínculo obrigacional seja, à luz da boa fé, totalmente inexigível, *cf.* MARTIN HENSSLER, *Material ...* pp. 752. Com entendimento próximo, não obstante não se reportar a cláusulas de distribuição de risco em específico, MENEZES CORDEIRO, *Da Boa Fé no Direito Civil*, Vol. II, Coimbra, 1984, pp. 1105–1107.

⁷⁶ *Cf.* HERBERT ROTH, *Staudingers Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch mit Einführungsgesetz und Behengesetzen*, Buch 1, § 139–163. Berlim, 2010. Anotação ao § 157 (pp. 263 e ss. De direito, a utilização da interpretação complementar, antes da aplicação da alteração das circunstâncias, tem a virtualidade de sustentar a distribuição do risco com base na vontade das partes, prosseguindo uma justiça individualizada, por oposição à força uniformizadora geral da utilização de um instituto dispositivo. Aderimos, assim, à tese de MARIETTA AUER, *Materialisierung. Flexibilisierung. Richter Freiheit*. Tubigen, Mohr Siebeck, 2005, pp. 91 e ss; OLIVEIRA E SÁ, *Cláusulas Material Adverse ...* pp. 435.

⁷⁷ Sobre a relevância do equilíbrio sinalagmático entre as prestações, *cf.* FRANZ JÜRGEN SÄCKER, *Die Anpassung von langfristigen Verträgen an bei Vertragsschluss unvorhergesehene und unvorhersehbare Umstände im Wege der ergänzenden Vertragsauslegung*, FS für Ulrich Huber zum siebzigsten Geburtstag, org. Theodor Baums und Johannes Wertenbruch, Mohr Siebeck, 2006, pp. 631 e ss, 618–636.

cias, no caso de impossibilidade de recurso à interpretação, ainda que complementar, é convocada a resolver a *inadequação do contrato* – i.e., a desadequação do plano das partes à nova realidade⁷⁸. Somos levados a concluir que, em homenagem à autonomia privada, a *interpretação complementar* tem preferência sobre as regras de direito dispositivo – o que se assume e evidência, de direito, a sua natureza híbrida: construída normativamente segundo as exigências objetivas da boa fé e limitada pela vontade real das partes, as ponderações objetivas da interpretação complementar não deixarão de levar em conta, naturalmente, as *valorações globais do direito dispositivo*⁷⁹.

3. Contudo, refira-se que o perímetro de aplicação do regime da alteração das circunstâncias é menor que o perímetro de aplicação de uma *MAC* genérica⁸⁰; na verdade, estas cláusulas não abarcam apenas situações legalmente configuráveis como devendo ser “*alteradas*” em virtude de considerações supervenientes sobre a representação de determinados *factos* pelas partes, mas também, e principalmente, abarcam situações que configuram realidades *fora do perímetro* da alteração das circunstâncias⁸¹ – o que torna explicativo, no nosso entendimento, o *facto* do conceito de *alteração material adversa* constituir um grau inferior às exigências impostas pela aplicação do regime da alteração de circunstâncias. Contudo, apesar de genericamente as *MAC* estarem sujeitas ao regime da determinabilidade exigida pelo artigo 280.º, não nos parece admissível afastar totalmente o regime legal [supletivo] do artigo 437.º. Entendemos que, não obstante a estipulação de uma cláusula de distribuição de risco, a *função* da alteração das circunstâncias não pode ser totalmente derogada. De facto, as partes alocaram um determinado risco em sentido diferente ao modelo da

⁷⁸ Por todos, KARL LARENZ/MANFRED WOLF, *Allgemeiner Teil des bürgerlichen Rechts*, 9. Auflage. München, 2004, § 38 (pp.711). Sobre a discussão, em sede de teoria geral, veja-se OLIVEIRA E SÁ, *Cláusulas Material Adverse* ... pp. 436 (nota 39)

⁷⁹ Seguimos assim a tese de MARTIN HENSSLER, *Risiko Als Vertragsgegenstand (Jus Privatum)*, Mohr Siebrek Ek, 1994, pp. 106. O A., sustenta que, dando primazia à *interpretação complementar*, o intérprete-aplicador deve perceber se existe uma verdadeira lacuna no contrato ou se as partes pretenderam regular o ponto omissis através de regras dispositivas. Nesta segunda situação, não haverá lugar à *interpretação complementar*, porque não existe uma incompletude contratual contrária ao plano das partes.

⁸⁰ Contrariamente, numa *MAC* específica, como admitimos, caso exista uma *inclusion* de teor exemplificativo, todos os factos nela não previstos serão analisados à luz de uma *cláusula genérica*; se a lista for *taxativa*, o risco da ocorrência da alteração, como não negocialmente distribuído, será analisado nos termos gerais – portanto, à luz da alteração das circunstâncias. Naturalmente, a estipulação de *carve-outs*, ao significar uma inversão do risco da ocorrência de determinadas alterações (por convénio e vontade das partes), afasta o regime da alteração das circunstâncias.

⁸¹ *Cfr.* MARTIN HENSSLER, *Material* ... pp. 752.

alteração das circunstâncias pelo que, nem por isso, entendemos que se deva afastar totalmente o regime do artigo 437.⁸². Existe, ainda, um reduto mínimo de justiça que pode ser necessário invocar.

4. Parece-nos, assim, que o conceito de *alteração material adversa* corresponde a uma diminuição do *standard* legal de relevância da situação material, à luz alteração das circunstâncias⁸³. Este facto permite-nos, em nossa opinião, estabelecer uma importante raciocínio: a interpretação das cláusulas *MAC* deve afastar-se do constrangimento dos quadros dogmáticos da alteração da circunstâncias [em abstrato], o que impede uma total analogia ou coincidência entre as *MAC* e o instituto da alteração das circunstâncias⁸⁴.

5. Será um bom caminho admitir a implementação generalizada das *MAC* no sistema jurídico português? Henssler defendeu que a transposição das *MAC* do direito anglo-saxónico para o direito alemão seria “*um caminho errado*”⁸⁵.

⁸² Contrariamente, não obstante assentir parcialmente no raciocínio, *cf.* OLIVEIRA E SÁ, *Cláusulas Material Adverse ...* pp. 439. Discordamos também do raciocínio do A., quando, depois de admitir a fronteira conciliável entre *MAC Clause* e alteração das circunstâncias, sustenta uma visão ampla do conceito de “*alteração material*”, baseado na construção de grupos de casos (*Fallgruppen*) e no método da base de comparação (*Vergleichsbasis*), ao que apela à fórmula da *inexigibilidade* para sustentar que operaria o efeito útil da *MAC* caso a exigibilidade da manutenção do vínculo contratual “*afetasse de forma sensível a realização do negócio acordado*”. Não obstante a construção da fórmula da exigibilidade se basear no entendimento de DANIEL SCHLÖSSER, *Material ...* pp. 891 -, portanto, na construção de um conceito de *inexigibilidade não-subjetivo* e não resumido à posição do adquirente – entendemos que o problema da materialidade da alteração, quando contenda com as regras da boa fé, deva resolver-se pelo prisma do artigo 437.º.

⁸³ O *standard* legal de relevância inferior das *MAC*, em relação ao artigo 437.º, é representado pelo facto da alteração relevante para efeitos de uma *MAC* não necessitar a avaliação dos parâmetros da boa fé para a desvinculação, como ocorre no artigo 437.º, *cf.* PAULO CÂMARA/MIGUEL BRITO BASTOS, *O Direito de Aquisição ...* pp. 46 (nota 83). Referem ainda os Autores que as *MAC* permitem uma “*maior precisão na distribuição dos riscos que possam incidir sobre a empresa*”. De facto, a isto acresce que as consequências da verificação de um *evento material adverso* contratualmente estipulado difere das consequências normais do regime da alteração das circunstâncias. Como se admitiu, as *MAC* estão configuradas como condições suspensivas, pelo que o evento depreciativo funciona como efeito de *ineficácia do contrato* (de não preenchimento do facto/evento futuro e incerto determinado). Diferentemente, na alteração das circunstâncias, o efeito será de atribuição à parte lesada do poder de resolução do contrato, quando não haja modificação do mesmo; por todos, sobre os limites dessa modificação, CATARINA MONTEIRO PIRES, *Efeitos da Alteração das Circunstâncias*, 2013, O Direito 145.º, Vol I & II, pp. 181-206.

⁸⁴ Analogamente, referindo-se, contudo, à doutrina da *frustration*, *cf.* ANDREW. A. SCHWARTZ, *A Standard ...* pp. 828.

⁸⁵ *Cfr.* MARTIN HENSSLER, *Material ...* pp. 753.

A razão de discordância, por parte do A., é apontada com base num argumento *prático* e com base num argumento *dogmático*. A *razão prática* apontará para a dificuldade dos tribunais Alemães – os Portugueses, por extensão – tomaram a interpretação dos cânones anglo-saxónicos, nesta matéria. A *razão dogmática* basear-se-á no facto dos tribunais Portugueses e Alemães, diante de um problema atinente à relevância de um *evento material adverso*, o reconduzirem à alteração de circunstâncias ou à *doutrina da base do negócio*⁸⁶. Oliveira e Sá, apesar de concordar com a primeira evidência exposta por Henssler, adota algumas reservas – com a nossa concordância – quanto à ordem de razões de base dogmática. Como aponta o A., o ponto de partida não pode e não deve ser o modelo da alteração das circunstâncias, mas a concreta conformação contratual das partes: “*se o intuito das partes é o de desenhar um programa próprio de distribuição dos riscos da aquisição tal quadro não deve ser distorcido através da interpretação segundo as lentes de um regime jurídico que as partes pretenderam afastar*”⁸⁷. Poderia enunciar-se, como faz Henssler, como caminho alternativo à consagração do regime das MAC no ordenamento jurídico português ou alemão, a estipulação de condições suspensivas em contratos de aquisição de empresas, ou a utilização de cláusulas de garantia – modalidades de distribuição de risco conhecidas pelo sistema alemão⁸⁸. De facto, todas as figuras apresentam um pano de fundo idêntico, baseado na previsão realizada pelas partes da possibilidade mais ou menos certa de ocorrência de determinados factos futuros, que atuam como verdadeiros factos resolutórios. Apesar de interessar às partes a antecipação de alterações futuras com impacto negativo sobre a empresa-alvo ou sobre as condições de realização da operação, a integração destas figuras no mesmo *grupo de casos* revela apenas as suas semelhanças, mas não a sua identidade.

6. A resposta à nossa pergunta não parece, portanto, evidente. A implementação destas cláusulas no sistema mobiliário exigirá, em primeira mão, uma visão independente do poder judiciário em relação às construções doutrinárias do direito anglo-saxónico.

5.1. O Covid-19 como evento material adverso: algumas perspetivas

Alguma relevância tem sido atribuída às cláusulas MAC, no panorama geral de pandemia provocado pelo Covid-19. A possível consideração de um evento

⁸⁶ Sobre ambos os argumentos, MARTIN HENSSLER, *Material* ... pp. 753.

⁸⁷ Cfr. OLIVEIRA E SÁ, *Cláusulas Material Adverse*... pp. 443.

⁸⁸ Cfr. MARTIN HENSSLER, *Material* ... pp. 753.

pandémico como *evento material adverso* deve ser, primariamente – como vimos defendendo para qualquer *alteração material* – avaliado em sede de interpretação do contrato, pelo que, nesta situação, a estipulação de uma *MAC* genérica favorecerá o adquirente no preenchimento do conceito de *evento material adverso*⁸⁹. Num plano mais geral, há ainda dúvidas se uma pandemia pode ser, sequer, alvo de estipulação por uma *MAC*⁹⁰, em virtude das perdas potenciais de lucro de uma certa actividade – *v.g.*, indústria dos transportes – ser condicionada por um hiato temporal incerto (apontando-se a possível relevância, para alegação de um *evento material adverso*, o longo período de pandemia a que as partes podem estar sujeitas). Passando essa barreira, e admitindo essa estipulação, o objeto da alteração material não será unívoco, e dependerá do tipo de contrato e do período da pandemia⁹¹. Este último requisito torna-se essencial, em virtude de alguma jurisprudência anglo-saxónica não admitir efeitos meramente “*temporários*” para efeitos de uma *MAC*⁹². Em acréscimo, a potencialidade dos prejuízos provocados na empresa que será adquirida, no período *durante* a pandemia, e

⁸⁹ Referindo que, não obstante, as partes geralmente afastam a possibilidade de pandemias ou crises constituírem *eventos materiais adversos*, MARKUS ALTENKIRCH/DAVID WEISS, *Mac Clauses in light of COVID-19*, 27 Abril 2020, disponível em <https://globalarbitrationnews.com/mac-clauses-in-light-of-covid-19/>. A justificação prende-se com o facto de, a ser admitida uma *MAC* sujeita a alterações na economia global, o objeto desta passar a incidir sobre o “*mercado*” (*Market MAC*), em vez da empresa em si (*Business MAC*). Referindo que o vendedor, na estipulação de uma *MAC*, pretende dominar os factos atinente apenas à sua empresa, e não circunstâncias exteriores a esta – razão pela qual o objeto em estipulação, os efeitos perversos da pandemia, e não a empresa em si, extravasaria o interesse do vendedor. Referindo por oposição, o interesse do adquirente na estipulação de uma cláusula ampla ANDRÉ GIESEN, *Deloitte*, disponível em <https://www2.deloitte.com/dl/en/pages/legal/articles/covid-19-mac-klausel.html>. Refere este último A., que uma “*pandemia*” não pode ser entendida como um *evento natural*, *i.e.*, uma catástrofe ou um terramoto, para efeitos definitórios de uma *MAC Clause*. Referindo que, no decurso do mês de Fevereiro e Março, 80% dos negócios de *M&A* anglo-saxónicos excluíram, para efeitos de *evento material adverso*, pandemias ou situações de calamidade pública – dados reportados pela *American Bar Association*, *cf.* BAKER MCKENZIE, *et al*, *United States: Material adverse effect in the uncertain world of Covid-19*, 14 Abril de 2020, disponível em <https://www.bakermckenzie.com/en/insight/publications/2020/04/material-adverse-effect-covid19-us>. Refira-se que a operacionalidade de “*eventos naturais*” será, contudo, mais eficiente que o mero apelo à “*situação económica do devedor*”.

⁹⁰ Questionando, nesse sentido, MARKUS ALTENKIRCH/ DAVID WEISS, *MAC Clauses in light of COVID-19*.

⁹¹ Um exemplo de pontos relevantes seria: *i*) the mass spread of a pathogen; *ii*) a strong downturn of the stock market; *iii*) a significant interruption of the supply chain; *iv*) a considerable decline in orders and; *v*) a deterioration in the business prospects of the target company, *cf.* ANDRÉ GIESEN. *Deloitte*.

⁹² Sobre essa não admissibilidade, veja-se o já referido, bem como, sobre a relação entre Covid-19 e *MAC*, DEBEVOISE & PLIMPTON, *et al*, *COVID-19 and its Impact on English Law Contracts*, 18 Março de 2020, pp. 6, disponível em www.debevoise.com,

após a pandemia, não é suficiente para admitir o preenchimento de uma *alteração material adversa*. Não basta, para o efeito, uma falha nas projeções psicológicas do adquirente sobre o objeto do negócio (*[the] failure of projections of the target*⁹³), especialmente referente ao ativo patrimonial da empresa. A não ser que esteja definido na estipulação da *MAC*, o *post-closing* do processo de aquisição de uma empresa não deve ser interpretado apenas do ponto de vista do comprador. De facto, a intenção do adquirente ou do vendedor pretender o favorecimento da operacionalidade do *evento material adverso*, consoante os seus interesses, faz quebrar possíveis sinergias ou deveres de cooperação típicos das *MAC* – como em *Infra* § 4.º, enunciamos.

No mais, existem inúmeros fatores relevantes para determinar a *materialidade* do *evento* para efeitos de uma *MAC*. A virtualidade de uma *MAC* no contexto atual de Covid-19, no mercado de *M&A*, acaba por ser um instrumento relevantíssimo para a tutela dos interesses das partes no *pré* e *pós* aquisição. Em virtude das inúmeras razões que podem levar uma empresa à Insolvência, a *materialidade* do *evento adverso* pode salvaguardar a posição contratual do adquirente que, em situações normais, não adquiriria a empresa.

§ 4.º *Put your money where your mouth is*⁹⁴: os comportamentos estratégicos nas Cláusulas de Revisão de Preço e nas cláusulas *MAC*

1. Como referimos, quer as *MAC* quer as *cláusulas de revisão de preço* constituem verdadeiras *condições suspensivas*. Devido à permeabilidade da verificação do facto futuro e incerto estipulado, a doutrina tem chamado à atenção para a compatibilização [geral] destes instrumentos contratuais com o regime da condição civil, e para a adequação [especial] destes instrumentos com a imposição das partes atuarem em boa fé na pendência da condição – artigo 272.º, artigo 275.º/2. A doutrina tem apelidado de “*comportamentos estratégicos*” os comportamentos adotados pelas partes para pôr em risco a verificação de condições *earn-out*, quanto a cláusulas de revisão de preço, ou sobre a verificação de condições *carve-out*⁹⁵. A questão é controvertida: um dos ponto-chave para o sucesso do modelo *earn-out* ou para o sucesso de uma *MAC* assenta na estratégia de formu-

⁹³ Cfr. BAKER MCKENZIE, *et al*, *United States: Material adverse effect in the uncertain world of Covid-19*.

⁹⁴ Utilizamos o título da obra de BRIAN J.M. QUINN.

⁹⁵ O pensamento está estruturado para as cláusulas *earn-out*, pelo que, por maioria de razão, encontramos justificação para que se estendam às cláusulas *carve-out*. Sobre a expressão no texto, de “*comportamentos estratégicos*”, cfr. PHILIPP VON BRAUNSCHWEIG, *Variable Kaufpreisklauseln in Unternehmenskaufverträgen*, DB 2002, pp. 1817.

lação dos factos que vão determinar variação do preço, ou a alteração material, tornando-se imperioso prever no contrato, com clareza, algumas medidas de base⁹⁶. Com especial acutilância, é importante determinar qual o *termo* durante o qual pode existir uma variação de preço por efeito das condições *earn-out* – o *earn-out period*. Um período excessivamente curto não permitirá a correta avaliação dos desenvolvimentos futuros, e um período excessivamente longo estende em demasia a incerteza quanto à determinação final do preço⁹⁷. O “*período normal*” variará consoante a empresa a adquirir e a data relevante para a determinação da estipulação (o momento do *closing* ou, porventura, o *número de exercícios contabilísticos*).

2. Assim, os deveres de cooperação entre as partes relevam em grande medida no sucesso do modelo *earn-out*: evita-se não apenas os referidos *comportamentos estratégicos*, como se controla a verificação das condições. Os deveres de cooperação podem levar as partes a estipular *obrigações de adaptação*, quer numa situação típica de *earn-out*, quer na revisão de um dado *evento material adverso*. Nas cláusulas de revisão de preço é prática corrente o conhecimento de casos em que o vendedor se mantém nos órgãos de gestão da empresa adquirida, de modo a controlar mais de perto a sua gestão⁹⁸. Tem-se admitido também a relevância que os deveres de informação detêm em ambas as cláusulas. Se, de facto, o contrato de compra e venda deve assegurar o controlo da verificação das condições, durante o *earn-out period* ou na decorrência do *interim risk*, as partes devem ter acesso a toda a informação relevante para determinar a verificação das condições: assim, *p.e.*, as partes devem ter acesso às contas da empresa, o direito à comunicação de pagamentos e investimentos realizados⁹⁹.

⁹⁶ No plano analítico, a prevenção de comportamentos estratégicos deve passar pelo isolamento de três grupos de materiais que devem ser especialmente acauteladas: *i*) uma definição de factos condicionantes e de alteração material adversa; *ii*) a definição de possíveis deveres de cooperação entre as partes; *iii*) a instituição de mecanismos de controlo da atividade da empresa. É de salientar a relevância das normas contabilísticas utilizadas como recurso para aferir o lucro auferido nas cláusulas de revisão de preço e os métodos de investimentos realizados pelo comprador, *cf.* OLIVEIRA E SÁ, *A Determinação ...* pp. 408. O método do cálculo da variação do preço é um ponto sensível, já que uma das estratégias habituais do comprador, de forma a evitar lucros e o pagamento de preço ao vendedor, é realizar investimentos que, no cômputo do preço, se possam abater sobre o lucro gerado.

⁹⁷ O que se acrescenta o facto destas cláusulas serem habitualmente acompanhadas de mecanismos de controlo e de mecanismos que permitem limitações à livre decisão empresarial, *cf.* OLIVEIRA E SÁ, *A Determinação ...* pp. 408.

⁹⁸ *Cf.* OLIVEIRA E SÁ, *A determinação ...* pp. 409

⁹⁹ Sobre estes e mais exemplos, dos quais a doutrina tem extraído um dever de confidencialidade relativamente à informação prestada pelas partes no decurso da aquisição de uma empresa com sujeição a estas cláusulas, *cf.* MARKUS VISCHER, *Earnout ...* pp. 515 e ss.

3. A manipulação da verificação do evento adverso, ou a diminuição do valor objeto de cláusula de revisão de preço, provoca a não verificação da condição – artigo 275.º/2. A norma visa impedir que através de um comportamento *desleal, abusivo*, se retirem situações de vantagem: pretende-se assim tutelar a proteção das partes e o tráfego jurídico¹⁰⁰. Trata-se de uma situação que consagra a boa fé entendida objetivamente, como manifestação do regime do *tu quoque*¹⁰¹, e essencialmente, como *norma de licitude* do comportamento da parte que impede a verificação da condição. O artigo 275.º/2 visa um equilíbrio e, essencialmente, visa o respeito pelo *sentido* do contrato e pelas expectativas de um contraente leal, formadas no contexto do negócio jurídico.¹⁰² Esse *sentido* é, naturalmente, um *sentido equilibrado*: é mais evidente e provável que um comportamento economicamente racional que impeça a verificação da condição seja desleal, do que um comportamento irracional¹⁰³. A isto se relaciona o facto da perturbação do processo causal que conduz à (não) verificação da condição prescindir de culpa das partes¹⁰⁴, o que enfatiza a relevância da determinação do comportamento relevante. Em nosso entender, uma dificuldade ou atraso na verificação da condição levado a cabo por uma das partes não evidencia o despoletar do mecanismo legal do artigo 275.º/2 – assim, *p.e.*, se numa cláusula *earn-out* o pagamento do adicional do preço for atrasado para além do momento determinado para a venda, o contrato não será ineficaz. Diferente situação corre

¹⁰⁰ Cfr. KARL LARENZ/MANFRED WOLF, *Allgemeiner Teil* ... pp. 924.

¹⁰¹ Deve enunciar-se a relevância desta modalidade de abuso de direito e a sua consagração no artigo 272.º. Sobre a conceção objetiva de boa fé no regime da condição, MENEZES CORDEIRO, *Da boa fé* ... pp. 1281; RAQUEL ANTUNES REI, *Da expectativa jurídica*, ROA, 1994, pp. 169 e ss. Contra, admitindo a boa fé subjetiva ética, ANTUNES VARELA e PIRES DE LIMA, *Código Civil Anotado*, Vol. 1, Coimbra, 1987, pp. 216 e 254. Admitindo a expressão do *tu quoque* no artigo 275.º/2, MENEZES CORDEIRO, *Tratado de Direito Civil Português*, Tomo I, *Parte Geral*, 2005, Almedina, pp. 723; KARL LARENZ/MANFRED WOLF, *Allgemeiner Teil* ... pp. 924.

¹⁰² Cfr. PAULO MOTA PINTO, *Teoria Geral do Direito Civil*, 4.º ed., 2005, Coimbra, pp. 572. O problema do *sentido* do contrato torna-se, no nosso entender, um problema de interpretação do negócio jurídico. Assim, a determinação do comportamento contrário à boa fé deve realizar-se em relação ao programa obrigacional no seu todo, e aos interesses prosseguidos pelas partes.

¹⁰³ Cfr. BREINHARD BORK, *Staudinger Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch mit Einführungsgesetz und Nebengesetzen*, Buch 1, *Allgemeiner Teil*, §§ 134–163, 2003, anotação ao §162, pp. 745 e ss. Com uma posição um tanto subjetiva, apelado, considerando nosso, à interpretação do contrato, cfr. OLIVEIRA E SÁ, *A Determinação* ... pp. 411.

¹⁰⁴ Cfr. HARM PETER ETERMANN, *Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch*, Band 1, *Allgemeiner Teil*, 1. Halbband, §§ 1–240, München 2006, §162. pp. 1968 e ss. Como se tem admitido, a parte que se queira valer do artigo 275.º/2 não tem que provar a culpa da outra parte, mas o mero nexos causal entre um determinado comportamento e a não verificação da condição. Veja-se o A., citado para a discussão entre WESTERMANN e WERNER FLUME, quando à possibilidade de extensão desta norma a comportamentos negligentes.

quando se atrasa a verificação da condição, ou quando se adianta a sua não verificação, acentuando o comportamento contrário à boa fé. Se, através de um juízo de causalidade, se determina que o resultado, mesmo que não evitado, é contra a boa fé, porque fora atrasado ou porque fora adiantado, dever-se-á sustentar a ineficácia do negócio, dado que, sem este comportamento, a condição já se teria, ou não, verificado – *v.g.*, quando existe a manipulação do evento adverso por parte do adquirente¹⁰⁵.

§ 5.º **As *representations and warranties* e o preço da informação: a superação das garantias através de cláusulas condicionais**

1. O problema da informação nos contratos de aquisição de empresas surge, desde logo, no plano primário – *i.e.*, no plano das atribuições e dos deveres de cada uma das partes: cada contraente, singularmente considerado, suporta a responsabilidade por uma suficiente provisão de informação, no seu próprio círculo negocial¹⁰⁶. Este raciocínio justifica, em certa medida, o facto de, em processos de aquisição de empresas ou de participações maioritárias, existir uma tendencial “*assimetria informativa*” entre as partes¹⁰⁷. Assim, a insuficiência e as

¹⁰⁵ Sobre a discussão veja-se HARM PETER WESTERMANN, *Münchener Kommentar ...* pp. 1967.

¹⁰⁶ Cfr. HOLGER FLEISCHER, *Informationsasymmetrie im Vertragsrecht: eine rechtsvergleichende und interdisziplinäre Abhandlung zu Reichweite und Grenzen vertragsschlußbezogener Aufklärungspflichten*, Beck, Munique, 2001, pp. 425 e ss. Portanto, fora da sua álea negocial “*típica*”, o vendedor não tem interesse em *garantir autonomamente* um certo estado de coisas Cfr. THILO KUNTZ, *Die Auslegung von Material Adverse Change (MAC) Klauseln in Unternehmenskaufverträgen*. In: DStR 2009, pp. 377; OLIVEIRA E SÁ, *Cláusulas Material Adverse ...* pp. 428.

¹⁰⁷ Assim, por todos, FÁBIO CASTRO RUSSO, *Das cláusulas de garantia nos contratos de compra e venda de participações sociais de controlo*, Direito das Sociedades em Revista, 2010, pp. 115-117. Sobre a concreta extensão dos deveres de informação em contratos de aquisição de participações sociais de controlo, mormente, admitindo a relevância da informação completa, concisa, sobre um determinado estado de coisas jurídico-patrimonial, ENGRÁCIA ANTUNES, *A empresa como objeto ...* pp. 764. Admitindo um conteúdo mais amplo do dever de informação que impende sobre o vendedor, tendo este a obrigação de “*prestar todas as informações relevantes para a determinação da vontade contratual da contraparte*”, PATRÍCIA AFONSO FONSECA, *A negociação de participações de controlo*, A jurisprudência, em I Congresso Direito das Sociedades em Revista, 2011, pp. 36. No nosso entender, o conjunto de fatores que podem influenciar a determinação do dever de informar deverá depender do caso concreto, como assinala CATARINA MONTEIRO PIRES, *Aquisição de Empresas ...* pp. 27-28. De facto, a assimetria informativa pode proporcionar situações onde uma das partes tenha conhecimentos de situações suscetíveis de afetar, de formula significativa, a rentabilidade da empresa, à data do *closing*. Apontando que o vendedor está obrigado a informar o comprador, dentro da sua esfera de conhecimento e do seu dever de conhecer as circunstâncias que possa frustrar o fim do negócio, ou que sejam relevantes para a decisão de contratar, CATARINA MONTEIRO PIRES, *Aquisição de empresas ...* pp. 29. Patologicamente,

falhas informativas são tendencialmente objeto de correção através dos processos de *due diligence* ou das auditorias¹⁰⁸. As auditorias cumprem o desiderato de i) *identificar* as circunstâncias e riscos que poderão ser objeto de declarações de garantia¹⁰⁹; ii) *enunciar* as circunstâncias que podem influenciar a decisão de contratar; iii) *verificar/clarificar* – com especial relevância para as cláusulas de revisão de preço – as vicissitudes relevantes para a formação do preço da venda de empresa¹¹⁰.

2. Este problema “*assimétrico*” de informação é tendencialmente resolvido através da introdução de cláusulas de garantia¹¹¹. A introdução de garantias pro-

os problemas informativos incidem quer sobre o objeto da informação, quer sobre as questões relacionados com a recolha de informação pelo devedor. Naturalmente, os casos merecedores de maior atenção serão aqueles em que se verifica a ausência ou falhas de informação – por comportamento doloso ou negligente. Sobre a violação de *deveres de informação* como parâmetro de (in)cumprimento, CATARINA MONTEIRO PIRES, *Aquisição de Empresas* ... pp. 31.

¹⁰⁸ Questiona-se se existe um verdadeiro “*direito*” à realização de auditorias, estando, neste sentido, o comprador obrigado a realizá-las. É difícil sustentar, no direito português, tal entendimento, não obstante se deva realçar o ónus do comprador em reforçar a sua posição jurídica através dos processos de *due diligence*. Sobre a discussão, sustentando que se trata de um dever do comprador, PAULO CÂMARA/MIGUEL BRITO BASTOS, *O direito da aquisição* ... pp. 27, nota 39. Contra, referindo que se trata, no limite, de um ónus do comprador, CATARINA MONTEIRO PIRES, *A aquisição de empresas* ... pp. 37.

¹⁰⁹ De facto, também no processo de elaboração de *due diligence* nos debruçamos sobre problemas de *distribuição de risco*, de informação, ou, no limite, de *distribuição de responsabilidades*. Neste sentido surge, com relevância, a introdução de *due diligence check lists* – i.e., a introdução de uma “*lista*” que visa limitar o conhecimento relevante a relatar, pelo vendedor, ao comprador. A elaboração de uma lista redigida pelo comprador, que indica as informações relevantes para a sua decisão de contratar, se doutrinariamente se questiona a sua função “*delimitadora*”, tem-se assumido como unânime a sua função primária de distribuição de risco. Sobre a discussão, por todos, CATARINA MONTEIRO PIRES, *Aquisição de Empresas* ... pp. 42–43. ULRICH HUBER, *Die Praxis des Unternehmenskaufs im System des Kaufrechts*, AcP, 2002, pp. 204 denota que as “*listas de garantias*” são o “*espelho*” de um processo de *due diligence*, sendo que, através do princípio interpretativo *enumeratio ergo limitatio*, o vendedor apenas será responsável pelas garantias expressamente assumidas no contrato.

¹¹⁰ Neste sentido, CATARINA MONTEIRO PIRES, *A aquisição de empresas* ... pp. 33.

¹¹¹ Já nos debruçamos sobre a valência, em parte, das garantias para suprir falhas informativas, *Supra*, §. 1.1.º. Atente-se, contudo, que a ausência de garantias não implica a ausência de *tutela jurídica*, *cf.* CATARINA MONTEIRO PIRES, *Aquisição de Empresas* ... pp. 65. As garantias visam o reforço da tutela do credor, mas não visam, necessariamente, a repartição equitativa do risco. No limite, as cláusulas de garantias facilitam o elemento probatório associado ao incumprimento de certas qualidades da empresa, facilitando, assim, a prova do defeito. Contudo, na maioria das vezes, a operacionalidade da garantia e a qualidade do objeto contratual assumido pode confundir-se com o fenómeno de interpretação de declarações negociais, *cf.* MOTA PINTO, *Interesse*, II, pp. 1452. Neste plano, será de negar a possibilidade de constituição de garantias “*tácitas*” em contratos de *ME&A*, pelo que entendemos que uma mera verosimilhança não basta para constituir uma garantia: esta deverá ser expressa. Isto resulta do facto da descrição “*funcional*” de garantia ser o plano de análise que melhor contribui para

cura, assim, assegurar a equivalência entre prestação e contraprestação¹¹², constituindo o “núcleo central” processos de M&A¹¹³. Algumas cláusulas de garantia, *v.g.*, as conhecidas “*representations and warranties*”¹¹⁴, visam assegurar a certeza e a vinculatividade jurídica das representações das partes quanto ao objeto do contrato¹¹⁵. A introdução de cláusulas de garantia em contratos de compra e venda de participações sociais de controlo podem também ainda assumir uma função de verificação futura de certas circunstâncias factuais, ou económicas: as partes podem acordar, *autonomamente*, que o vendedor aceitará a responsabili-

o interesse das partes num contrato de M&A: as partes pretendem acordar que determinados atributos da empresa, do ponto de vista do comprador, são relevantes para a fixação do valor e para a tutela dos seus interesses, *cf.* MAX KLEISSLER, *Die Bilanzgarantie: Eine Betrachtung von Tatbestand und Rechtsfolgen nach einem Urteil des OLG Frankfurt a. M.*, NZG 2017, pp. 532. Com posição discordante, por todos, CATARINA MONTEIRO PIRES, *Aquisição de empresas ...* pp. 67.

¹¹² *Cfr.* MAX KLEISSLER, *Die Bilanzgarantie ...* pp. 531.

¹¹³ *Cfr.* RONALD GILSON, BERNARD BLACK, *The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, West Publishing, New York, 1995, pp. 1578. Para tanto, na linha de OSCAR PODDA, ENGRÁCIA ANTUNES refere o facto de um “*asset deal*” ou “*share deal*” se poder tornar num “*bad deal*”, em virtude da tutela do alienante e do adquirente, resultante do regime legal vigente, poder resultar numa tutela demasiado *magra*, quer em virtude do regime legal apenas abranger as situações de vícios ocultos essenciais, quer pelo facto de existirem incertezas associadas à construção doutrinal dos riscos do negócio de compra de empresas, *cf.* ENGRÁCIA ANTUNES, *A empresa como objeto ...* pp. 782. Sobre a relevância da regulação contratual específica, de forma a colmatar o vazio legal do plano regulatório do contrato, em virtude da insegurança jurídica decorrente de possíveis “*vícios ocultos*”, MANFRED NIEWIARRA, *Unternehmenskauf*, Berliner Wissenschafts-Verlag, 2006, Berlin, pp. 53.

¹¹⁴ As “*representations*” constituem declarações que atestam o estado de coisas da empresa à data da conclusão do contrato, enquanto que a “*warranties*” visam cobrir obrigações recíprocas entre as partes, em relação a um conjunto de aspetos da empresa. Sobre a distinção, CARRASCO A. PERERA, *Representaciones y Garantías, Régimen Jurídico de las Adquisiciones de Empresas*, Aranzadi, Pamplona, 2001, pp. 205 e ss. De facto, a “*representation*” correspondem à declaração de factos, feita pelo vendedor, visando descrever factos passados ou presentes. As “*warranties*”, não sendo constitutivas de vinculações jurídicas suscetíveis de violação em caso da sua desconformidade com a realidade, visam assegurar à contraparte determinado facto ou qualidade do objeto do negócio, pelo que, para essa contraparte, são fonte de vinculações jurídicas tuteladoras dos seus interesses, *cf.* PAULO CÂMARA/MIGUEL BRITO BASTOS, *O Direito da aquisição ...* pp. 38. Sobre a necessidade de cautela na transposição de institutos da prática M&A anglo-saxónica (como este tipo de *garantias*) para o contexto dos ordenamentos continentais, MARTIN HENSSLER, *Material ...* pp. 739. Sobre a conhecida divisão entre garantias formais – *legal warranties* – e garantias económicas – *business warranties*, referindo a preponderância, na *praxis* societária, das *business warranties*, FÁBIO CASTRO RUSSO, *Das Cláusulas de Garantia ...* pp. 124. Sobre outros tipos de garantias, envolvendo posições específicas das partes e/ou da empresa a ser adquirida, CLEMENTE GALVÃO, *Declarações e garantias em compra e venda de empresas – algumas questões*, em *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, N.º 12, 2005, p. 103.

¹¹⁵ A previsão destas garantias é um evidente mecanismo de gestão do risco, a favor do comprador, *cf.* ENGRÁCIA ANTUNES, *A empresa como objeto ...* pp. 783.

dade, independente de culpa, da verificação de certas circunstâncias¹¹⁶, o que, invariavelmente, se aproxima às finalidades de uma *cláusula condicional*. Também com as designadas “*garantias de balanço*”¹¹⁷ as partes prosseguem interesses coincidentes com aqueles que levam o adquirente a introduzir cláusulas de revisão de preço em contratos de *M&A*. Contudo, as cláusulas de revisão de preço têm a virtualidade de *readequar* o risco da possível verificação incompleta do *preenchimento da garantia de balanço*; ademais, a introdução de tais *cláusulas condicionais* impede que se adicionem inscrições contabilísticas desajustadas ou falsas, bem como permite uma forma mais expedita de cálculo sobre a relação entre o dano sofrido pelo comprador com a hipotética manutenção do preço inicial da empresa e o método de formação do preço.

3. De facto, o vendedor apenas pode disponibilizar ao comprador a informação que detém, mas apenas até ao momento anterior ao do *signing*. Na ausência de uma *MAC*, o comprador fica desprotegido quanto às possíveis alterações supervenientes à celebração do contrato¹¹⁸. Para mais, os *custos de transação* para obter informações relevantes, que importem para a conclusão da operação de aquisição, podem, a partir de certo limite, tonar-se demasiado altos para compensar a sua obtenção¹¹⁹. Estas insuficiências do processo de aquisição

¹¹⁶ Estas cláusulas têm sido designadas de “*garantias autónomas ou independentes*”, *cf.* CATARINA MONTEIRO PIRES, *Aquisição de Empresas ...* pp. 65.

¹¹⁷ Por um lado, nestas garantias o vendedor entrega ao comprador o balanço e aceita a garantia de que esse balanço foi elaborado de acordo com os princípios contabilísticos, *cf.* CATARINA MONTEIRO PIRES, *Aquisição de Empresas ...* pp. 73. Este tipo de garantias não estabelece uma descrição real da empresa na data de celebração do contrato, dizendo ao invés respeito à descrição do objeto do contrato no balanço, em determinada data. Também nestas cláusulas se acentua o seu desempenho de “*mitigar*” a assimetria informativa, através da transferência de riscos para o vendedor, ou através de um fenómeno de “*segurar riscos*” (*Versicherungsfunktion*), em situações contingentes em que nenhuma das partes controlaria o “*evento incerto*” – *p.e.*, situações onde as partes se encontram a aguardar por financiamento de terceiro, *cf.* CATARINA MONTEIRO PIRES, *Aquisição de Empresas ...* pp. 74. Por outro lado, colocam-se problemas sobre o “*Preenchimento do Balanço* [da garantia]”, especialmente quando o estado económico da empresa fica aquém do valor inscrito na garantia. O tema é discutido no sistema jurídico alemão. Alguma doutrina, como OLIVER BRAND, tem sustentado que as teses do “*Preenchimento do Balanço*” resolvem a os problemas das garantias de balanço através de fenómenos de “*reposição pecuniária*”, de forma a equilibrar o ativo sobreavaliado ou passivo subavaliado, *cf.* CATARINA MONTEIRO PIRES, *Aquisição de Empresas ...* pp. 112 e ss.

¹¹⁸ Neste sentido, DANIEL SCHLÖSSER, *Material ...* pp. 889. Como enuncia OLIVEIRA E SÁ, *Cláusulas Material Adverse ...* pp. 429, bem como já pudemos enunciar, deverá ter-se em conta que o risco da correta realização de uma *due diligence* corre por conta do adquirente, o que dificulta a alegação da existência de uma *alteração material adversa*, decorrente de facto suscetível de ser conhecido através de informação disponibilizada pelo vendedor.

¹¹⁹ *Cf.* CZIUPKA, JOHANNES, *Die ergänzende Vertragsauslegung*, JuS 2009, pp. 103 e ss.

de empresas não sujeito a condição suspensiva aumentam a potencialidade desses custos. Com a mobilização de uma *MAC*, o comprador onera o vendedor com esses riscos, reduzindo, desta forma, os custos de transação¹²⁰. Será de realçar que a função das *cláusulas condicionais*, além de distribuírem os riscos entre o *signing* e o *closing*, cumprem uma função de *backstop*: *i.e.*, como vimos, suprem as insuficiências de outra cláusulas de distribuição de risco¹²¹. Isto não significa, contudo, que a prática não conheça situações em que as *MAC* sejam acordadas como garantia¹²². Na formulação de uma *MAC* como garantia, a verificação de uma alteração material adversa, além de cobrir as alterações entre o *signing* e o *closing*, não obsta à conclusão da operação, ficando os efeitos da sua ocorrência sujeitos às regras estipulados para a “*incumprimento*” da garantia¹²³.

¹²⁰ Como denota RONALD GILBSON, ALAN SCHWARTZ, *Understanding ...* pp. 336. DANIEL SCHLÖSSER, *Material ...* pp. 890, enuncia que o vendedor tem interesse em oferecer ao comprador uma *MAC*, em virtude da sua estipulação aumentar as expectativas de ganho do comprador, dado lhe ser assegurado um menor risco e uma maior segurança de realização de aquisição. Fruto desta assunção de risco pelo vendedor, o preço a pagar pela empresa é, normalmente, mais elevado, uma vez que o comprador se certifica de uma maior certeza quanto à substância da mesma.

¹²¹ *Cfr.* THILO KUNTZ, *Die Auslegung ...* pp. 381 e ss. Por todos, sobre a insuficiência das cláusulas de garantia, em especial sobre o caso das *representations*, refere MICHELLE GARRET, *Efficiency ...* pp. 338, pp. 357 e ss “[t]he agreement’s representations and warranties address the uncertainty arising from this interlude, but the *MAC* clause especially attempts to ensure that the acquirer obtains the company it bargained for and is not bound to close a deal involving dramatically altered circumstances [...] Parties draft such agreements to create a binding commitment with significantly fewer representations and warranties and with a focus on compromise over lengthy negotiations”.

¹²² *Cfr.* CHRISTOPH LANGE, *Material ...* pp. 454-455. Nestes casos, o devedor garante que até ao momento do *closing* não se verificará qualquer alteração material adversa.

¹²³ Recorde-se, apenas, o que fora dito quanto à possibilidade de “*Incumprimento*” de garantias – *Supra*, Nota Rodapé 108 e ss. De facto, tem-se admitido que as *MAC* tenham uma função de *representations* – portanto, de *garantia*. Fala-se de *MAC representations*, em oposição à *MAC definition*, *cf.* ROBERT MILLER, *The Economics of Deal Risk ...* pp. 2036. Nas *MAC representations*, o vendedor garante que, no decurso da negociação até ao momento ao *closing*, não sofreu (sofrerá) alterações contratuais em virtude de uma *MAC*, *cf.* FREUND, *Anatomy of a Merger ...* pp. 254-261. Contudo, é de apontar a dificuldade, pelos tribunais, em diferenciar as *cláusulas depreciativas* das *cláusulas representativas*, especialmente por se reconduzir as *cláusulas depreciativas* a estas últimas, *cf.* ANDREW SCHWARTZ, *Standard Clause Analysis ...* pp. 45. Contudo, é de notar que as *cláusulas MAC representation* são cláusulas que visam “*representar*” a não ocorrência de *MAC’s* durante um intervalo temporal, servindo, assim, um propósito estrito de garantia, *cf.* ANDREW ELKEN, *Rethinking the Material ...* pp 305; “*the target will have no obligation to close*”, *cf.* ROBERT MILLER, *The Economics ...* pp. 2042. Sobre a determinação da estrutura “*condicional*” das *MAC Representation* “... *the condition is fulfilled unless one or more of the target’s representations and warranties (including the MAC representation) are both breached (i.e., are false) and are breached to an extent that the breach amounts to a MAC within the MAC definition. In stock-for-stock and cash-and-stock deals, the same is true about the closing condition in favor of the target*”, *cf.* ROBERT MILLER, *The Economics of Deal Risk ...* pp. 2042.

4. O raciocínio por detrás desta função de *backstop* permite a superação das insuficiências de outras cláusulas de distribuição de risco, prevenindo três situações: *i*) a imprevisibilidade do negócio para as partes contratantes; *ii*) a não utilização dos mecanismos de anulabilidade e do erro para invalidar o negócio, devido ao seu encargo probatório; *iii*) a utilização de um expediente técnico para estimular o comportamento do vendedor condicional¹²⁴. Por fim, será de atestar que a *valência* das MAC e das cláusulas de revisão de preço sobre as *tradicionais* “*garantias*” tem sido defendida pela doutrina anglo-saxónica¹²⁵.

§ 6.º Conclusões

1. As coordenadas aqui introduzidas tiveram como objetivo delimitar, no plano dogmático, as categorias e os tipos de negócios que se podem subsumir à noção mais ampla de *processo de aquisição condicional de empresas*. A virtualidade deste processo, aparentemente denunciando como comum na prática comercial, suscita problemas complexos de compatibilização entre a estrutura (geral) do regime das condições do Direito Civil com a estrutura (especial) dos *processos de aquisição de empresas* do Direito Comercial. Em especial, da análise das Cláusulas MAC e das *Cláusulas de Revisão de Preço* podemos extrair três conclusões gerais: *i*) ambas as cláusulas prosseguem finalidades tipicamente comerciais e civis, numa comunhão perfeita entre Direito Civil e Direito Comercial; *ii*) para as partes, a perspetiva *destas* cláusulas cumpre o seu desiderato através da sua *operacionalidade*, ao proporcionar os benefícios do Direito Civil e do Direito Comercial; *iii*) por fim, diga-se que, devido ao reconhecimento dogmático desta *comunhão*, é necessário um esforço acrescido atribuído ao interprete-aplicador na construção, delimitação, e aplicação destes instrumentos contratuais.

¹²⁴ Cfr. LUÍS CARVALHO FERNANDES, *Teoria Geral do Direito Civil II*, Universidade Católica Portuguesa, 2001, pp. 351-352. Pode daqui extrair-se um argumento de ordem prática: são raros os casos em que o comprador pretende pedir a anulação do contrato de compra e venda de participações acionistas, após a transmissão das mesmas; os mecanismos mais utilizados de tutela do comprador são, pois, aqueles que permitem a manutenção do contrato.

¹²⁵ Cfr. ANDREW SCHWARTZ *A Standard Clause Analysis* ... pp. 35 “*but, despite the target’s representations, a rational acquirer may still fear that some unpredictable change or event during the executory period could harm the target’s business, leaving it with the unpleasant obligation to acquire a weakened companion*”; cfr. MICHELLE GARRETT, *Efficiency* ... pp. 338, pp. 357 e ss “[*t*]he agreement’s representations and warranties address the uncertainty arising from this interlude, but the MAC clause especially attempts to ensure that the acquirer obtains the company it bargained for and is not bound to close a deal involving dramatically altered circumstances [...] Parties draft such agreements to create a binding commitment with significantly fewer representations and warranties and with a focus on compromise over lengthy negotiations”

2. A nomenclatura que ora nos propusemos utilizar deve assumir um valor próprio de autonomia conceptual: tratando-se de uma situação típica na *praxis* comercial, deve reconhecer-se, doutrinariamente, os precipitados teóricos que justificam a consagração deste processo. A consagração desta figura não será feita, contudo, de forma *normativa* ou *institucional*: o *processo de aquisição condicional de empresas* não está sujeito a uma lógica *estrita* a que se possa submeter. Antes, cumpre a operacionalidade de ser *plástico*. A *plasticidade* dá-lhe a *ductilidade* necessária para, de forma expedita, prosseguir as representações e os interesses das partes.

3. Terminaremos, porventura, com uma citação: “o *Direito, na sua aplicação prática, não tolera compartimentações, e em matéria de aquisição de empresas, é essencial que a “dimensão contratual” (apesar de ser a mais saliente), não anule, nem contrarie, a “dimensão societária”*”¹²⁶.

¹²⁶ Cfr. CATARINA MONTEIRO PIRES, *Aquisição de Empresas* ... pp. 16.